

中期為替相場見通し

2023年7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～今後のリスクは「円売りによる挑発」～

円相場の基礎的需給環境について～見るべきはCFベースの経常収支～ P.3

日本の金融政策の現状と展望について～今後の課題は「円売りによる挑発」～ P.7

米国の金融政策の現状と展望について～「連続的利上げ」から「断続的利上げ」へ～ P.9

メインシナリオへのリスク点検～「労働で稼いだ外貨」はどこに向かうのか～ P.11

◆ ユーロ相場の見通し～にわかには強まるハト派色～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～急速に薄らいだタカ派色～ P.13

ユーロ圏経済の現状と展望～物価情勢の現状、逼迫する雇用・賃金情勢～ P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

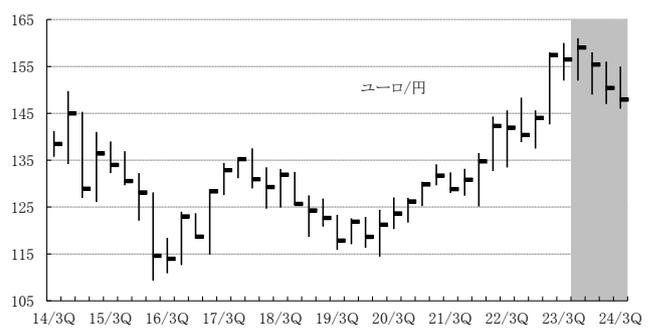
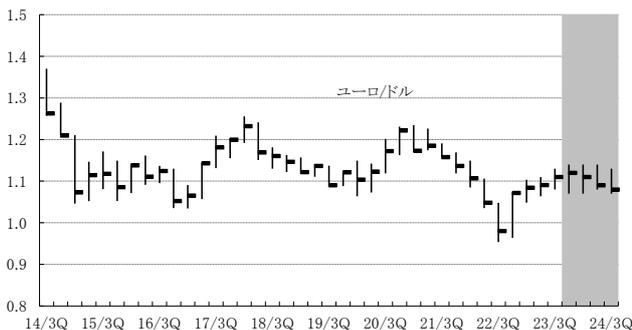
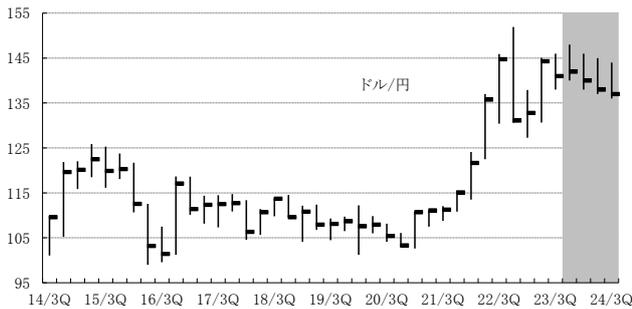
7月のドル/円相場は乱高下を経つつも、やはり軟調な印象が残った。一時、年初来高値から8円近く円高・ドル安が進んだものの、直ぐに値は戻った。米雇用統計の弱含みや日銀の引き締め観測などが取りざたされたものの、基本的には「売られ過ぎたから買い戻された」という側面が大きいと言える。こうした一時的なポジションの偏りに目を奪われないようにするためには、結局、需給環境を大局的に評価するしかない。昨年対比で経常収支は改善が進んでいるが、そうであるにもかかわらず円安は進んできた。22年11月以降を振り返れば、FRBの利上げ幅が+75bpから+25bpまで縮小され、一旦見送りまで決定される事態に至っても、円高は進まなかった。これは何故なのか。米金利先高観が払拭されていないという見方もあるだろうが、経常収支について言えば、「会計上は黒字でも実務上は赤字なのではないか」という仮説を筆者は抱いており、これを円相場の大局観を読む土台としている。6月貿易統計の黒字転化を受けて需給改善を期待する向きもあるが、前年比での著しい改善は必然であるものの、持続的にまとまった幅の黒字は難しいと考えたい。鉱物性燃料を抜いてドル換算にしても日本の貿易収支は悪化傾向にあり、決して市況による一時的な話ではない。「円を売りたい人の方が多い」という構造的な事実から目を逸らすべきではなく、米金利低下と共に円高が進むにしても、その深さをさほど心配する必要は感じない。

片や、7月のユーロ相場も堅調な地合いを確認した。7月のECB政策理事会も利上げ路線の持続が確認されたものの、9月以降の利上げ可能性は急速に萎んでいる。6月時点では「23年いっぱい利上げ」というシナリオも絵空事とは言えなかったが、域内経済の減速に配慮する方向へ舵を切り始めたようにも見受けられる。これまで本欄では「FRBに比較して相対的なタカ派」と評価されるECBの政策姿勢を背景にユーロ相場の堅調を予想してきたが、状況がいささか変わり始めていると言える。もっとも、現実問題として雇用・賃金情勢の逼迫は続いており、年内はサービス価格主導でインフレ高止まりは不可避であろう。結局、域内経済はスタグレーションの様相を呈しており、景気配慮型の政策運営にシフトしたとしても、インフレ問題から逃れられる保証はないことに注意すべきである。引き続きダウンサイドリスクとして警戒すべきは天然ガスを筆頭とする資源価格だ。年後半、厳冬の到来を前提としてこれが急騰するような場合、ドイツを筆頭として需給環境の大崩れが警戒される。その際、ユーロ相場にかかる下押し圧力も相応に大きなものになるというのが2022年からの学びである。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1～7月(実績)	8～9月期	10～12月期	2024年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	127.22 ～ 145.07 (140.87)	138 ～ 146 (141)	140 ～ 148 (142)	138 ～ 146 (140)	137 ～ 145 (138)	136 ～ 144 (137)
ユーロ/ドル	1.0482 ～ 1.1276 (1.1024)	1.08 ～ 1.13 (1.11)	1.07 ～ 1.14 (1.12)	1.07 ～ 1.14 (1.11)	1.08 ～ 1.14 (1.09)	1.07 ～ 1.13 (1.08)
ユーロ/円	137.45 ～ 158.03 (155.30)	152 ～ 160 (157)	152 ～ 161 (159)	149 ～ 158 (155)	147 ～ 156 (150)	146 ～ 155 (148)

(注) 1. 実績の欄は7月31日までで、カッコ内7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。

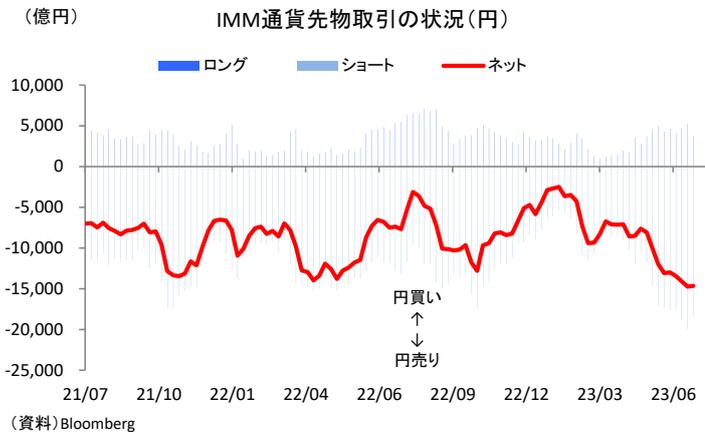


◆ ドル/円相場の見通し～今後のリスクは「円売りによる挑発」～

《円相場の基礎的需給環境について～見るべきはCFベースの経常収支～》

円高の理由は「売られ過ぎたから」に尽きる

7月はドル/円相場が年初来高値(145円)付近から一気に7円ほど円高に飛ぶという時間帯があった。きっかけとなったのは7月7日に公表された米6月雇用統計が予想比で弱い結果に終わったことや同日に報道された内田日銀副総裁の発言が緩和修正を示唆していると捉えられたことにあったが、ひとえに「売られ過ぎたから買われている」という側面は否めない。7月11日時点の対ドルでの円売り持ち高は2022



年5月10日週以来の水準まで積み上げられていた。当時は+25bpの利上げ幅が+50bp、+75bpと加速する中で原油価格も急騰する地合いにあった。現在はFF金利も原油価格も当時とは真逆の環境にあることを思えば、投機筋の円売りの積み上がるペースは過剰に感じられるものであった(図)。これが清算されるのに伴って円高に振れる地合いはむしろ、ドル/円相場が上値を迫るために必要な健全な展開である。

問題はこうした「売られ過ぎたから買われている」という時間帯を通過した後もドル/円相場の下落が続くのかどうかという点だ。この点は結局、需給環境を大局的に評価するしかない。

大事なことは経常収支の「符号」ではなく「キャッシュフロー」

大局観を掴むには需給環境を丁寧に見る必要がある。この点、7月10日に財務省から発表された本邦5月国際収支統計では、経常収支が+1兆8624億円の黒字となり、ヘッドラインでは4か月連続黒字や前年同月比2.4倍という前向きな表現が踊った。そもそも経常収支や貿易収支(しかも原系列)を変化率(や倍率)で表現することに意味があるとは思わないが、経常収支が改善傾向にあることは事実だ。

しかし、国際収支統計が公表されるたびに筆者が思うことは未だに「経常黒字である」という事実一点をもって、強い安心感を持ちたがる論調が根強いことだ。具体的には経常黒字を見て「去年は『悪い円安』と言っていたのに」とか、「去年は『成熟した債権国』としての危うさが話題だったのに」とかといった論調である。こうした論調は極めて表層的と言わざるを得ない。国際収支と為替の現状について真摯に向き合っていないとも言える。確かに経常収支は赤字よりも黒字の方が安堵感を覚えるだろうが、名目・実質双方のベースで円安が続き、実質ベースの国内賃金も下落する中、なぜ経常黒字であることにそこまで万能感を覚えられるのか。その理由が筆者には分からない。

経常収支について黒字か赤字かという「符号」の議論に拘泥してしまうのは、ひとえに経常収支にまつわる実務的なキャッシュフロー(CF)について理解が不足していることが原因だと思われる。類似の議論は過去の本欄でも展開しているが、今回はさらに違う視点から議論を深めてみたい。

まず、経常収支と相場環境を簡単に見ておきたい。確かに経常収支は4か月連続で黒字を記録しているが、本稿執筆(7月31日)時点で年初来の円相場は対ドルで▲7.5%、対ユーロで▲11%下落している。言うまでもなくG10通貨の中で最弱だ。また、名目実効為替ベースでは年初来▲5.3%、実質実効為

替ベースでは▲7.0%下落しており、円全面安と言って差し支えない。もっと言えば、2022年通年で経常収支は+11.5兆円の黒字だったが、円は対ドルで最大▲30%以上、通年でも約▲15%下落している。

こうした状況を踏まえる限り、日本の経常黒字が、その符号が示唆する通り、円買い圧力となっていない可能性を疑うのが自然だ。しかも、2022年11月から足許までの間にFRBの利上げ幅が+75bpから+25bpまで縮小され、一旦見送りまで決定される事態に至っているのに円安は進んでいる。それは多くの識者にとって大分想定と違う展開だったはずだ。その理由の1つを考える上で経常収支に象徴される需給構造の変化を考察する余地はないか、というのが筆者の問題意識である。経常黒字拡大を受けて昨年の最悪期が終息したかのように囃し立ててしまうのは、その符号や黒字水準の増減だけに目を奪われ、経常収支に伴って発生するCFの実態に関心を持たないからである。深く考えていない、とも言える。

経常収支と為替の関係を考察する上で重要になるのはヘッドラインで発表される符号ではない。実務的にどのようなCFが発生しているか、である。昨年、符号の議論が騒がれたのは経常赤字という日本経済の歴史に照らせば極めて珍しい事象が起きていたからというのもあるが、「巨大な第一次所得収支黒字を食ってしまうほど大きな貿易サービス赤字」が歴史的円安の主因だったからだ。経常収支の符号それ自体が本質的に重要だったわけではない。為替市場への影響を考えれば、アウトライートの売買が発生する貿易サービス収支に着目するのが王道だろう。なお、サービス収支から漏出する外貨の経路も多岐（デジタル・コンサル・研究開発など）に渡っていることは過去の本欄でも繰り返し議論した通りだ。

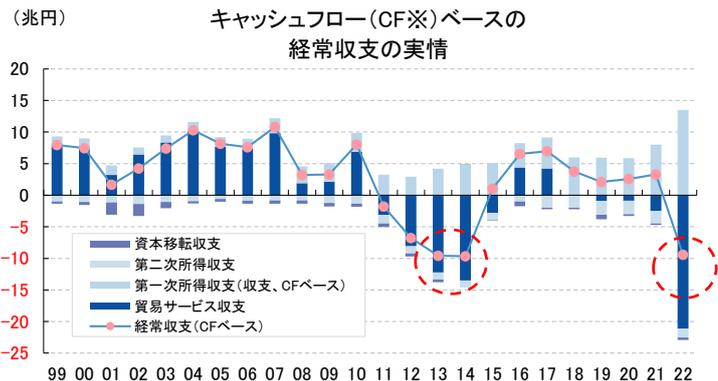
CFベースの経常収支という仮説

ここではCFを加味した第一次所得収支、ひいては経常収支の実態を示してみたい。例えば2022年の第一次所得収支を受取ベースで見ると2022年は約50兆円あった。このうち証券投資収益は18.5兆円、直接投資収益は27.6兆円、その他投資収益は3.7兆円である。証券投資収益の殆どは債券利子と配当金であり、普通に考えれば外貨のまま再投資される公算が大きい。また、直接投資収益のうち約半分の13兆円は再投資収益である。これは確実に円転されない。まとめると第一次所得収支（受取）の50兆円のうち、7割相当の約31.5兆円（18.5兆円+13兆円）が円転されていない恐れがある。裏を返せば、3割相当の約18.4兆円しか実際の円買いに繋がっていない可能性が推測される。

これらは受取ベースの議論なので、より正確を期すならば支払ベースでも同じ議論をして、収支の仕上がり性を評価する必要がある。支払は約14.7兆円あり、このうち証券投資収益は約8.2兆円、直接投資収益は約4.4兆円、その他投資収益は約2.0兆円であった。上記の日本の例に準拠し、証券投資収益（8.2兆円）と直接投資収益の中の再投資収益（約1.7兆円）は外貨に転じられない（円のまま残る）とすると、支払ベースでは約4.8兆円の円売りになる。

以上をまとめると、2022年の第一次所得収支黒字における本当の円買い部分は約13.6兆円（18.4兆円-4.8兆円）というイメージになり、これがCFベースの第一次所得収支黒字である。公表値の約35兆円とはかなり乖離があるが、「2022年の経常黒字が+11兆円あっても、大幅な円安が進んだ」ことの理由として考える1つの仮説としては有用だと思っている。少なくともドル/円相場で起きていることの森羅万象を日米金利差だけで整理しようとするムードに対し、こうした論点が付け入る隙は十分あると筆者は昨年来考えてきた。

この上で 2022 年を例に取れば、貿易サービス赤字は約▲21 兆円を記録し、この殆ど全ては円売りとして為替市場に現れていると思われる。先述の通り、CF ベースの第一次所得収支黒字が約 13.6 兆円しかないのだとすると、CF ベースの経常収支は▲9 兆円ほどの赤字だった疑いがある。ヘッドラインの経常黒字はあくまで「会計上の黒字」であって、それら全てが円買い圧力になっているわけでは全くないことが分かる。ちなみに CF ベースの経常収支が 2022



(資料) 日本銀行
 ※第一次所得収支の受取・支払に関し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収支収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

年と匹敵するほど赤字 (▲9 兆円以上) だったのは 2013 年と 2014 年だが、いずれの年も円は対ドルで▲10%以上下落している。当時は異次元緩和に象徴されるアベノミクスが最も取りざたされていた時代であり、「円安は日銀の金融政策に起因するもの」という言説が支配的だったが、本当にそうなのか。もちろん、無関係とは思わないし、FRB の正常化プロセスへの転換や欧州債務危機の終焉といった外部環境の改善もあったはずだ。しかし、日本の対外経済部門に目をやれば「円を売りたい人の方が多い」というシンプルな需給が整いつつあったのが 2013~14 年頃だったという考え方も捨て置けないものである。

もちろん、これらは筆者の仮説であるし、絶対真実だと言うつもりはないが、ドル/円相場の方向感を日米金利差だけで語ろうとしたり、株高のムードにかまけて円安の弊害をなかったことにしようとする論調にはあまり賛同できない。歴史的と呼べる円安局面はもう 1 年 4 か月以上続いている。その真偽はともかくとして、歴史的な相場を前に歴史的な (そして恐らくは構造的な) 変化の可能性を考えるのが真つ当な分析姿勢ではないか。

上半期の貿易赤字は▲7 兆円に

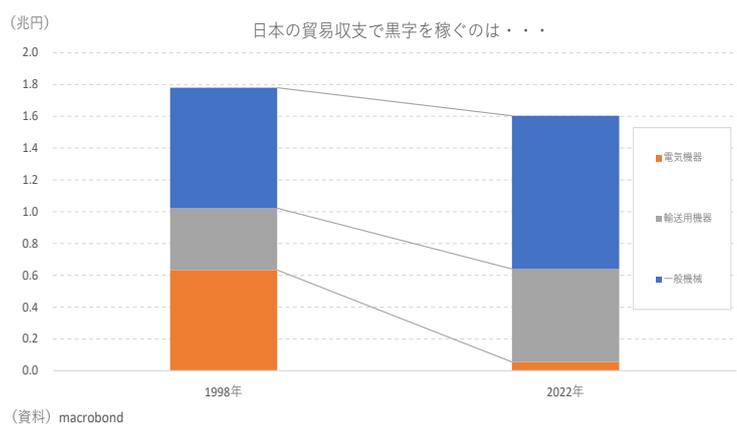
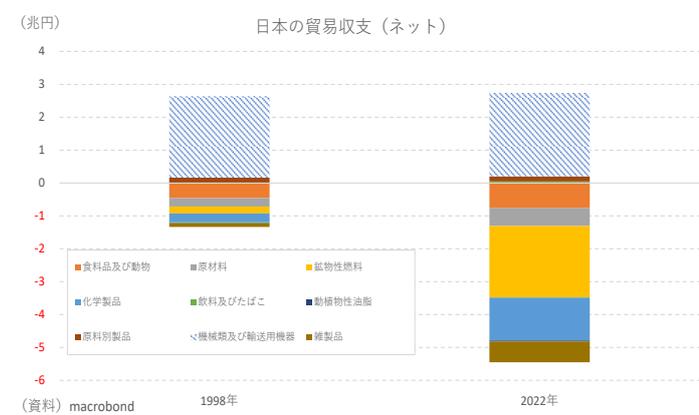
なお、7 月は 6 月貿易統計が+430 億円と実に 23 か月ぶりに黒字へ転じたことが話題となった。自動車輸出の伸びも指摘されるが、やはり原油を筆頭とする資源価格の急落を受けた輸入減少 (前年比▲12.9%) に起因する部分は大きい。2022 年に資源高と円安を受けた輸入急増が見られ始めたのは下半期であるため、ここから先の貿易収支は前年比での改善がクローズアップされやすくなるだろうし、季節調整済みの貿易収支も黒字が視野に入る (6 月はまだ約▲5500 億円の赤字)。もっとも、上半期を終えたところでの貿易赤字は約▲7 兆円で、前年同期の約▲8 兆円を 1 兆円程度下回る程度である。7 月以降も輸出の伸びが堅調かどうかは欧米経済に依存する部分もあり黒字が常態化する保証はない。

残り 6 か月で▲3 兆円の貿易赤字を記録すると年間▲10 兆円の大打を 2 年連続で超えることになる。現在、史上最大の貿易赤字は 2022 年 (約▲20 兆円) だが、その次は 2014 年 (約▲12.8 兆円)、2013 年 (約▲11.5 兆円) と続いてきた。2023 年がここに割り込んでくる可能性は未だ払しょくできない。ちなみにドル/円相場の変化率と照らし合わせると、2022 年は+12%、2014 年は+12%、2013 年は+18%となっており、いずれの年も大幅な円安が進んでいる。2023 年に関しては、米国の利上げ停止 (と利下げ観測の高まり) という金利面からの円高圧力があるとしても、「需給構造が崩れる中で思ったほど円高にはいかない」というのが従前より筆者が繰り返してきた主張だ。

日本の貿易収支構造の変化は明らか

史上最大の貿易赤字となった 2022 年に関し、歴史的な円安と資源高を受けた一時的な現象と整理する向きは多く、6 月の貿易黒字を受けてその声はさらに強くなるかもしれない。実際、「歴史的な円安と資源高を受けた一時的な現象」という理解は間違いではないが、鉱物性燃料を抜いた上でドル換算にしても日本の貿易収支が悪化傾向にあることは否定しようがない事実である。鉱物性燃料を控除すれば辛うじて赤字転落が免れるのも事実だが、大きな黒字に戻るわけでもなく、概ね均衡というイメージにとどまる（そもそも「鉱物性燃料を除外する」という前提に本質的な意味は無いので赤字体質は直視すべきだろう）。こうした状況を踏まえ、「鉱物性燃料以外の部分でも収支が悪化する背景がある」という事実が推測される。その理由も 1 つではないが、例えば史上最大の貿易黒字（約+14 兆円）を誇った 1998 年と史上最大の貿易赤字（約▲20 兆円）を記録した 2022 年を比較した場合、輸入は鉱物性燃料のほか、化学製品の伸びが著しい。この中身を主導するのが医薬品であることは良く知られた事実だが、海外の製薬会社の日本への輸出のほか、日本の製薬会社が海外製造を増やしていることから、日本企業が海外販売した医薬品が輸出には算入されていないという側面もあると言われる。

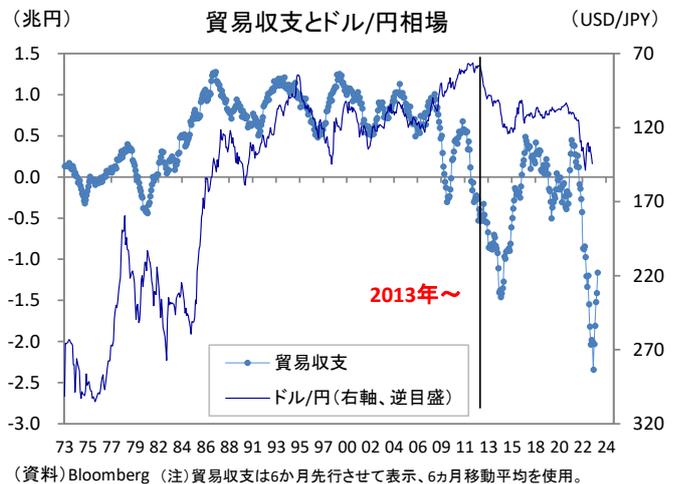
輸出側に目をやると、機械及び輸送用機器は相変わらず主要な黒字品目であるものの、この中身も詳しく見る必要がある。具体的には半導体等製造装置、原動機などを含む一般機械や乗用車を含む輸送用機器は黒字を拡大させている一方、かつて日本が主導的な地位を誇った冷蔵庫やテレビなど電気機器の黒字が消滅しかかっている。2022 年下半年（7～12 月）に限って言えば、電気機器が統計開始以来、初の赤字転落となったことも大々的に報じられた。これは日常生活に目をやれば良く分かる。2000 年前後、日本製の薄型テレビが世界を席巻し、日本製の携帯電話も相応の存在感を持っていたはずだが、今や見る影もない。そのような民生家電を巡る環境の激変は電気機器の収支を見れば明白だろう。これらは資源高や円安で輸入が拡大するという論点とは別に起きているものであり、構造変化の一端と言える。



「モノを売って外貨を稼ぐ」時代は終わっている

まとめれば、鉱物性燃料や化学製品の輸入が増える一方で、電気機器の凋落を埋め合わせるほどの輸出項目が生まれなかったというのが過去四半世紀の日本の貿易収支に起きたことである。結果として直面するようになった貿易黒字の消滅やこれに伴う円安地合い、それを活かすための対内直接投資促進や研究開発拠点誘致に力点を置き始めたのが日本の現状である。

非常に長い目で見れば日本の貿易収支が趨勢的に黒字を稼げなくなった 2012～13 年頃を境に円相場は大きな上昇を経験しなくなっている (図)。その理由は同時期に始まったアベノミクスではなく、日本が「モノを売って外貨を稼ぐ」という「未成熟な債権国」が「過去の投資の“あがり”で外貨を稼ぐ」という「成熟した債権国」にシフトしたことに由来する。「過去の投資の“あがり”である第一次所得収支黒字はその殆どが日本に戻ってこないという事実は上述した通りだ。こうした事情から「会計上は経常黒字でも実務上は経常赤字なのではないか」というのが筆者の仮説であり、円相場の大局観を読む土台となっている。単月の経常収支や貿易収支の動向に右往左往するのではなく、潮流の変化を見極めた上で円相場のイメージを引き続き作っていきたい。



《日本の金融政策の現状と展望について～今後の課題は「円売りによる挑発」～》

事実上の撤廃だが、非常に玉虫色の決定

注目された日銀金融政策決定会合 (7月27～28日) はイールドカーブ・コントロール (YCC) の柔軟化を決定した。もっとも、その内実は現状維持の体裁を残しながら「限りなく撤廃に近い変動幅の拡大」といった修正であり、非常に分かりにくい。10年物国債利回り (以下長期金利) については目途である「ゼロ%程度」、許容変動幅である「±50bp程度」は従前通り据え置きつつ、無限連続指値オペの実施水準は 0.50% から 1.00% へ引き上げられる。実質的に長期金利は「0.50%～1.00%」のコリドーで推移することが容認される。本来、もっと分かりやすくするならば目途である「ゼロ%程度」は「0.50%程度」に引き上げ、変動幅は「±50bp程度」で据え置く方が同じ政策効果が得られて分かりやすいはずである。しかし、日銀は「それ (= 目途の引き上げ) は利上げ」と日銀は公言してきた経緯があるため、それができない事情がある。また、無限連続指値オペの存在自体が廃止されていれば、明示的に YCC 「撤廃」と言えたが、この点も一応の防衛ラインが残されたことでそうとも言いづらい建付けが維持されている。実際、植田日銀総裁も会見で「政策全体がこれまでよりやや引き締めないし正常化方向にバイアスをかけているか」というと、そうではない」と述べ、今回の決定に引き締めの意図が無いことを強調している。大義はあくまで「債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じる恐れ」を和らげる技術的な措置との位置づけである。

しかし、現実問題として長期金利が約 9 年ぶりの水準 (0.575% 付近) まで上昇している以上、「これは引き締めではない」はかなり苦しい。無限連続指値オペについても「1% まで上昇することは想定してい

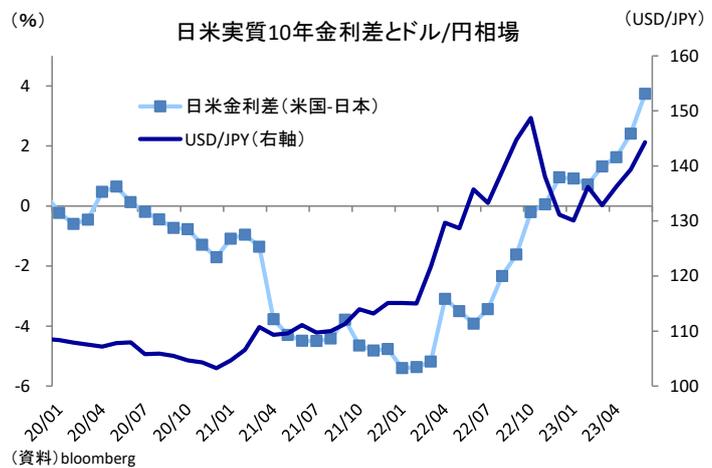
ないが、念のための上限として1%とした」と述べており、現実的ではない水準を上限としていることを暗に認めている。ということは、事実上、YCCの制約はなくなっている（撤廃されている）とも言えるだろう。会合後、円金利市場で起きていることを総括すると「YCC撤廃による長期金利上昇」以外の何物でもない。総じて、「引き締めたい」という本心と「引き締めではない」という建前が混在した結果、相当に玉虫色の決着となっていると言わざるを得ない。

もはや引き締めの措置は出尽くし

このタイミングで決断した理由に関し、植田総裁は展望レポートの物価見通し引き上げを理由に持ち出している。これは従前より想定されていた動機づけである。本欄では今年10月の展望レポートでそのような動きがあると睨んでいたが、思ったよりも早く現実を認めた印象である。コアCPI見通しに関し、2023年度が+1.8%から+2.5%へ大幅修正されており、この「裏」として2024年度を+2.0%から+1.9%へ引き下げている。「願望」レポートとも揶揄されてきたコアCPI見通しの甘さは遅かれ早かれ実態に即した修正が不可避であったが、今回思い切って現実に合わせてきた格好である。このタイミングで政策修正を図るのは当然だろう。同時に、ここまで引き上げたことで見通せる将来において経済・物価情勢を理由とする引き締め措置は難しくなった感はある。 会見でもどうすれば今後の緩和修正が可能かという質問に対し「(物価見通しが) 上方修正されるか、あるいは大きな姿に変化がなくても我々の自信、確度が上がった場合」と回答している。恐らく、今後そのような展開があるとなれば円安を契機として輸入物価経由の一般物価上昇が顕著になった時ではないか。

今後は円相場による挑発を警戒

とすると、やはり気になるのは円相場への影響である。会合後の為替相場の反応はみずほマーケット・トピックなどでプレビューを示した通り想定した通りの展開になった。YCC修正は日銀が現実的に差し出すことができる唯一の引き締めカードであり、これを出してしまったことで当分は日銀発の円高材料が無くなり、逆に円売りの安心感を誘発するというのが筆者の見立てであった。 会合後のドル/円相場は乱高下を経ながらも結局、140円台で安定している。会見では実質金利が意図せぬ低下を強いられる事態へ警戒感が示されていたが、実際のところ、為替への影響が考慮された可能性は否めない。実質ベースで見ても日米金利差の拡大は顕著であり、これに付随して円が対ドルで減価する構図は定着している(図)。長期金利を名目ベースで引き上げることで、この流れに楔を打ち込みたいという意図は理解できる。



今後、日銀は円相場の挙動に大きな不安を抱えることになる。 今回の決定は必ずしもそうではなかったが、今後は会合のたびに円売りを伴った緩和催促に直面する恐れがある。例えば145円を突破し、150円に肉薄するような局面が到来した場合、日銀は再び決断を迫られるだろう。 そのような状況下でも「円安

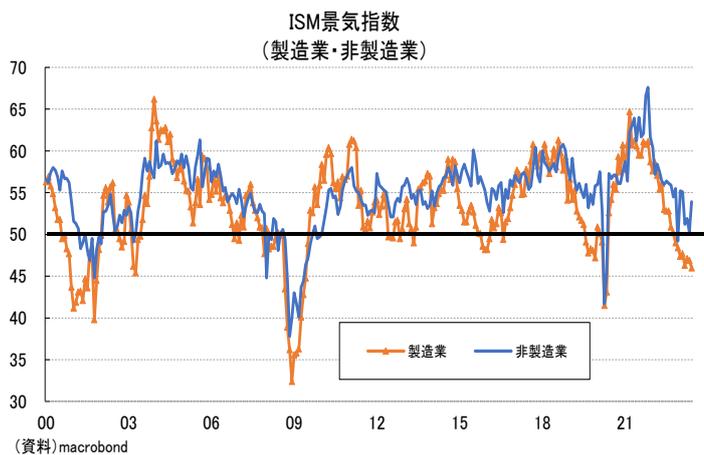
は日本経済全体にとってプラス」と強弁し続けたのが黒田前体制であったが、実質賃金上昇の重要性を説く植田体制にそれは難しいと推測する。仮に、金融政策で応戦するとしたら、次は正真正銘の利上げであるマイナス金利解除しかカードは残されていないが、内田副総裁をして「その判断には大きな距離がある」と言わしめたその決断は容易ではない。YCCの実質的な撤廃を上手く乗り越えたものの、**円安**は正が大して進まなかったことで今後の政策運営に大きな不安は残ったと考えるべきである。

なお、今回の政策修正は「副作用として懸念される「金融市場のボラティリティ」を極力抑制したいという意向を含んでいた。植田総裁曰く、その中には「為替市場のボラティリティ」も含まれているというが、果たして元々形骸化していた YCC を実質撤廃する程度で円売りに勤しんでいた投機筋は納得するだろうか。「実需の円売り」が根強く付いて回るファンダメンタルズを思えば、まだまだ円は売る価値のある通貨として見られていくのではないかと、長い目で見れば、YCC 撤廃というカードを捨て去ったことで、日銀が「円売りによる挑発」に苦しみやすい環境が仕上がったように思える。

《米国の金融政策の現状と展望について～「連続的利上げ」から「断続的利上げ」へ～》

IT バブル以来の高金利

注目された FOMC は市場予想通り、FF 金利誘導目標を +25bp 引き上げ、5.25～5.50% とすることを決定した。政策金利としては 2001 年 3 月以来の高水準であり、それは即ち IT バブル崩壊（と同時多発テロ）を契機とする大幅な景気後退以来の水準でもある。政策金利水準だけを踏まえれば、もはや「なぜ景気は後退しないのか」という状況が仕上がりつつあるものの、パウエル FRB 議長は「FRB のスタッフはもはや景気後退を予測していない」と遂に景気後退シナリオを公式



に放棄するに至っている。例えば ISM 製造業景気指数の弱さはかなりはっきり景気後退の必然性を示唆する一方、ISM 非製造業景気指数の底堅さはインフレの粘着性を示唆する状況にある (図)。事実として雇用統計で確認される賃金情勢は強く、それゆえに声明文では「The Committee remains highly attentive to inflation risks」との文言を残さざるを得ないのが FRB の置かれた状況である。

連続的利上げ→断続的利上げ→利上げ停止というステップ

今回そうであったように、利上げ路線は断続的に小休止を挟みながら、ターミナルレートが引き上げられていく展開が予見される。従前指摘されてきた「higher for longer」そのものであり、これは金融市場のボラティリティ低下とリスク許容度の改善、為替市場では素直に金利差を反映したキャリー取引が流行りやすくなるだろう。今回、パウエル議長もはっきりとその方針を示しており、会見で「(利上げ) ペースを緩めるということは、目的地に近づくにつれ、(利上げ) 決定サイクルを緩めるということだ。3回のうち2回 (の利上げ) となる可能性もありうる。自動的に2回に1回というわけではない」と述べている。この言いぶりであれば「利上げは2回に1回もあり得るし、連続もあり得るし、2回見送りもあり

得る」ということになり、市場に尻尾を掴まれることは無い。公式には景気後退が否定されている以上、当面は利上げ停止を判断するより、断続的に利上げを判断する蓋然性の方が大きくなりそうではある。

こう考えると、昨年来の金融市場は「利上げ停止→利下げ」という極端な展開を元に資産価格の予想を形成してきたが、実際は利下げに至る前に「①連続的な利上げ→②断続的な利上げ→③利上げ停止」というステップがあり、現在は①から②に移行し、③の宣言を待つ状況と整理できる。 来年大統領選挙を控える中、FRBが早々に③へ至る理由はなく、そうなるとしても金融不安のような不測の事態が必要だろう。

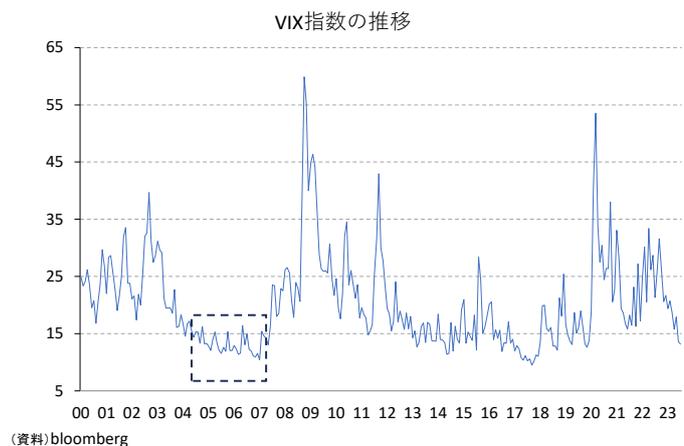
現状維持が1年以上続く展開もあり得る

いずれにせよ、昨年末や今年初めに多くの市場参加者が期待した「2023年中の利下げ」の可能性はほぼ消えた。同時に「2023年中の円高反転」というシナリオもほぼ潰れたと筆者は考えている。FRBの「次の一手」は「断続的利上げ」もしくは「現状維持」であり、インフレに甘い情報発信は政治的にも控えられるだろう。総じて「タカ派的な現状維持(hawkish hold)」が2023～24年中頃までの基本シナリオであり、ムード次第で利上げもまぶしていく状況と言える。 なお、連続的な利上げの末、現状維持を1年以上



続け、様子見に徹するという局面は過去にも類例があった。例えば2004年6月から2006年6月までの2年間でFRBがFF金利の上限を1.00%から5.25%まで+425bpの利上げし、その後2007年9月までの1年3か月間、現状維持を決め込んだ(図)。サブプライムショックに起因する金融不安が取りざたされなければ、現状維持の期間はもっと伸びた可能性はあるし、これに合わせて同時期に流行っていた円キャリー取引も持続しただろう。

ドル/円相場の予想に際し、為替市場の参加者が好む内外金利差と円相場というテーマは昨年大きな注目を浴びたが、むしろ、今年のほうが現状維持を基本シナリオとして政策の予見可能性が増すという意味でボラティリティ低下が想定されるため、円キャリー取引に適した環境になるのではないだろうか。上述したように、こうした局面が終わるとすれば利上げ停止や利下げ転換を高らかに宣言するような環境が必要になるが、そのような状況に至るにはシステミックな金融不安が必要にな

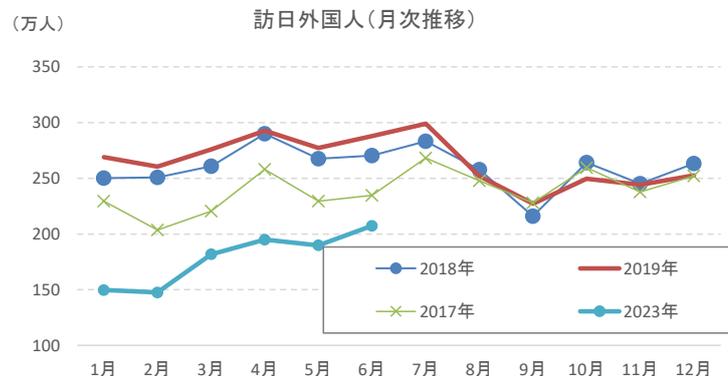


ってくるはずである。現時点でそれをメインシナリオに予想するほどの確固たる材料があるわけではなく、引き続き本欄ではFRBの金融政策を理由に円高シナリオを謳う必要性は感じていない。

《メインシナリオへのリスク点検～「労働で稼いだ外貨」はどこに向かうのか～》

正常化が近づくインバウンド需要

日本政府観光局（JNTO）は7月19日、6月分の訪日外客数が207万3300人と2020年2月以降で初の200万人の大台を回復したことを発表した。これはコロナ前（2019年7月）に対して▲28%の水準だが、裏を返せば7割強の水準まで回復が進んでいることになる。なお、2023年上半年（1～6月）で見れば1071万2000人だった。1000万人の大台に乗せ、コロナ前（2019年上半年、約1663万人）対比で約

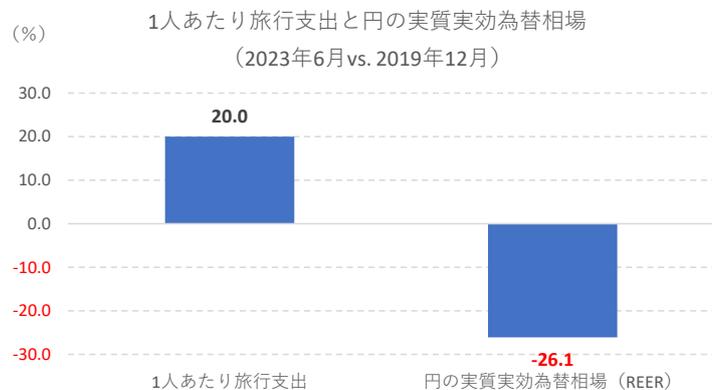


(資料) 政府観光局

6割といったイメージである。まだ道半ばであるものの、インバウンド需要の3割を有する中国が2割強に抑えられた状態でここまで回復していることを踏まえれば、ほぼ正常化しているという評価も大げさではない。未だ規制がかかっている中国からの訪日団体旅行や一部回復が遅れている航空便などが復元すれば、コロナ以前の水準は十分射程に入っていると言える。なお、JNTOによれば国際線定期便に関しては、2023年夏ダイヤ時点でコロナ禍前の約6割の運航便数にとどまっているとされ、需要があってもこれを受け入れるだけのキャパシティが航空業界にはないという点も今後は重要になるだろう。

「量」はさておき「金額」は正常化

日本経済への影響という観点に立てば、訪日外客数という「量」より、彼らがどれほどお金を使ってくれたのかという「金額」の議論の方が重要である。この点、観光庁が同日発表した訪日外国人消費動向調査によると2023年4～6月期の消費額は1兆2052億円と2019年4～6月期と比較して95.1%となっており、ほぼ正常化が完了している。過去の本欄でも議論したが、訪日外客数という「量」が正常化しなくても1

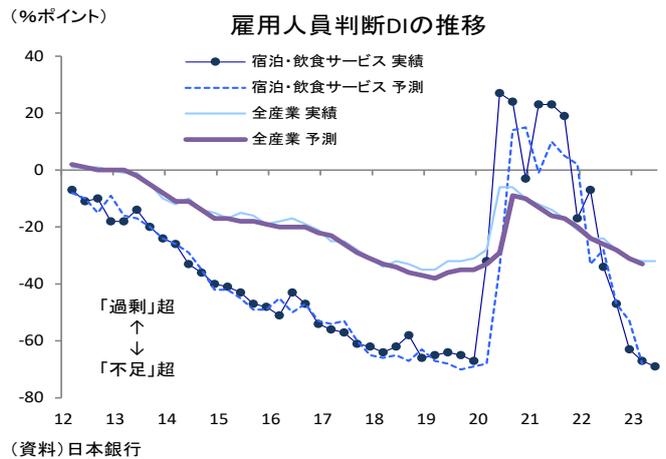


(資料) INDB, macrobond

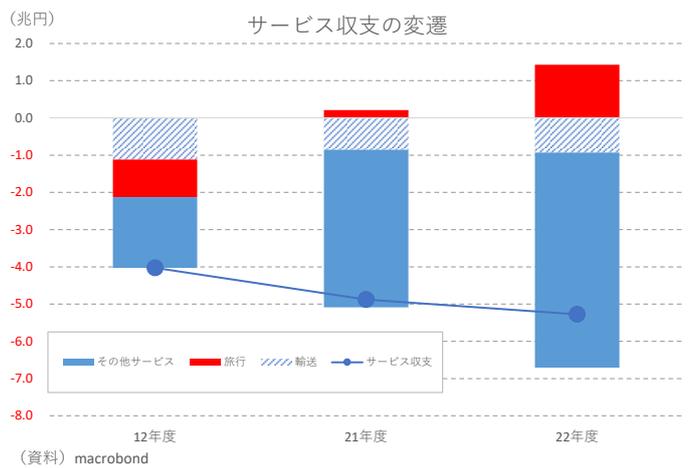
人あたり消費額がコロナ以前を超えてくれば全体のインバウンド消費額 (=量×金額) は大きく伸びる。そこで1人あたり消費額を見ると、2023年4～6月期は約20.4万円で2019年4～6月期の約15.5万円や2019年10～12月末の約17.4万円を超えている。ひとえに円安の結果である。図示するように、コロナ前と比較して1人あたり旅行支出は+20%増えているが、円の実質実効為替相場は▲26%下落している。外国人が財布から出す外貨建ての金額は同じでも、円の名目為替相場が対主要通貨で暴落しているため、円建て消費額は膨らみやすくなる。尚且つ日本の物価は主要国対比で安いため、外国人はこれまで通りの外貨建ての金額を出しても得られる満足感(効用)は恐らく大きいはずだ。そういった外国人は恐らくリピーターとして日本を訪れるようになる。

「労働集約的な産業」で稼いだ外貨は海外サービス消費に消える

こうしたインバウンド需要の途中経過は上述したようなJNTOの各種計数から評価することになるが、究極的には国際収支統計上の旅行収支で確認することになる。本欄では再三言及しているように、インバウンド需要がピークだった2019年は年間訪日外客数3200万人で旅行収支黒字は約+2.7兆円だった。当面、日本が目指すのはこの「旅行収支黒字+2.7兆円」という数字になるだろう。しかし、現段階でもインバウンド需要増大がもたらす観光地からの不平不満は目に見えるようになってきており、オーバーツーリズム（観光公害）というフレーズも頻出している。また、人手不足も極まっており、短観における宿泊・飲食サービス業の人手不足感は未踏の領域に入りつつある（図）。



憂うべきは、そうした宿泊や飲食といった労働集約的な産業が稼いだ外貨はクラウドサービスやネット広告、動画・音楽配信サービスなどのデジタルサービス、もしくは海外で展開される研究開発サービスなど、必ずしも人手を必要としない資本集約的な産業に流れているという日本の実情だろう。そうした分野への支払が記録されるその他サービス収支赤字は2022年に約▲5.8兆円に達している。実に2019年の旅行収支黒字の2倍だ。地域に軋轢を生み肉体労働で必死に稼いだ外貨が日常生活の基盤となる（頭脳労働から生まれた）海外由来のサービスの支払いに流れるという



構図は果たしてどこまで持続可能なのか。少なくとも、その他サービス収支赤字は今後増えることはあっても減ることは無いだろう。旅行収支黒字は日本が能動的に稼ぐことができる唯一の外貨であり、その重要性に疑いは無い。だが、それをもってしても外貨が漏れ出る「穴」を塞ぐことは全くできていないのが日本の直面している現実であり、そうした需給構造の変化がしつこい円安相場の根底にあるように筆者は考えている。例えば、将来を見通した時にその他サービス収支が▲10兆円単位で赤字を出すようなことになれば、それこそ「需給で円売り」というテーマは今とは比較にならないほど注目され、また社会的にも体感せざるを得ないテーマになってくるはずである。その上で過去の本欄でも論じたような「家計部門の円売り」というリスクも温存された状態が続いている。繰り返しになるが、日米金利差だけでドル/円相場の水準感を議論できる時代はある程度終わった可能性がある。円相場は常に大きなダウンサイドリスクを抱えたまま走っているという意識を抱いておきたい。

◆ ユーロ相場の見通し～にわかに強まるハト派色～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～急速に薄らいだタカ派色～》

声明文は明らかにハト派的修正

7月のECB政策理事会は史上初となる9回連続の利上げを決定し、預金ファシリティ金利は3.50%から3.75%へ引き上げられた。ちなみに政策金利は約22年ぶりの高水準となり、過去最高に並んでいる。つまり、次回9月以降の利上げは「ECB史上最高の政策金利」になるかどうかがかかった判断でもある。今回注目されたのは声明文の変化であり、その意味するところは明らかにハト派的であった：

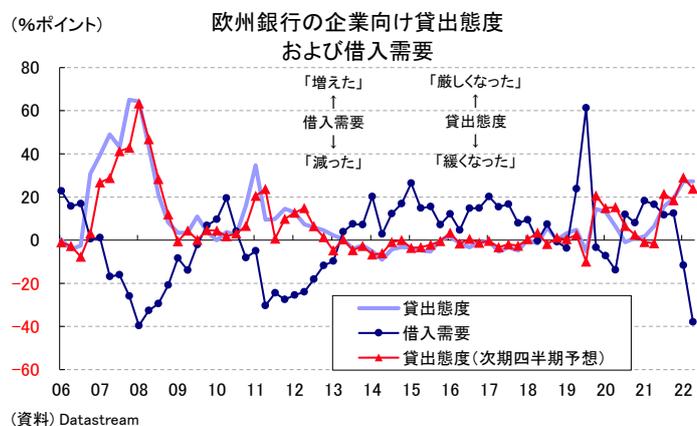
- <今回> Our future decisions will ensure that the key ECB interest rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary
- <前回まで> Our future decisions will ensure that the key ECB interest rates will be brought to levels sufficiently restrictive (中略) for as long as necessary.

前回まで政策金利に関しては「十分に引き締めの水準に引き上げる」とされていたが、今回からは「十分に引き締めの水準に設定する」とされている。連続的な利上げの局面が終わり、これを様子見る局面に入った可能性を感じさせる。実際、会見でもこの点を質す記者は多く、一番目の記者とのやり取りの中でラガルド ECB 総裁はこうした声明文の変化について今後の政策運営と「無関係 (irrelevant)」ではないとしている。もちろん、9月利上げの有無に関し何ら言質は与えられていないものの、「なすべきことが沢山ある (more ground to cover)」と前回会合で注目された発言も今回は取り下げられている。後述するように、実際問題として域内の雇用・賃金情勢の逼迫は収まっておらず、これだけを見れば利上げ続行は堅いはずだが、米国との決定的な違いとしてユーロ圏は23年に入ってから一時マイナス成長に陥るなど实体经济の悪化が鮮明になりつつある。スタグフレーションの色合いを帯び始めており、中銀としては景気・物価のいずれをケアすべきか難渋する局面に差し掛かっているが、ECBは前者にウェイトを置き始めた可能性もある。

引き締め効果を裏付ける貸出態度調査

なお、会見では直近発表された銀行貸出態度調査(7月調査、以下BLS)についても引用が目立った。ある記者からは「貸出態度調査の評価を教えて欲しい。というのも、過去20年、借入需要についてこうした動きは見ることが無いからだ。政策理事会内ではどのような議論があり、今日の決定に影響を与えたのか」との質問が見られている。この点、声明文末尾にはBLSに関する紙幅が割かれていることから分かるように、現在の

ECBの政策運営においてその結果は小さくない影響を与えたことが推測される。実際、借入需要の急減は金融危機(2007～08年)を超えるほど鋭角的なものである。声明文では「高い貸出金利と(家計や企



業における) 支出計の切り詰めが借入需要の劇的な減少 (a further sharp drop) に繋がっている」と評価されており、ラガルド総裁もそれ自体は企図した通りの結果であるような発言を行っている。裏を返せば利上げに一定の効果が確認される中であって、その終着点を探る状況に入っている可能性も感じさせる。もっとも、ラガルド総裁は貸出態度調査の結果に満足感を覗かせる一方、同じ質疑の中で「Are we satisfied? Are we claiming victory? No, we want to go to the end of the game」とも述べ、まだ予断を許さない状況にあることをしっかり強調している。

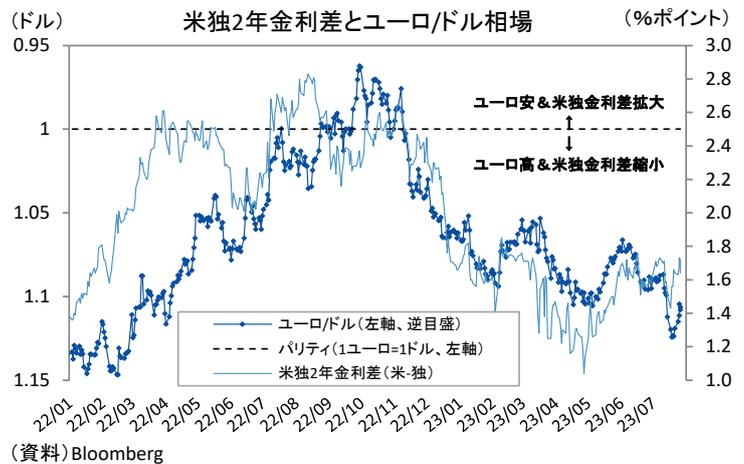
ECBはFRBに並んでしまった可能性

しかし、問題は賃金環境だ。会見では引き続き賃金・物価スパイラルの可能性について質問が見られている。ちなみに6月会合の議事要旨では「賃金交渉が名目賃金に波及するまでのラグや雇用にまつわる長期契約の多さを考慮すると賃金上昇圧力が残存する」との議論があった。事実、労働組合の協約賃金を追うように域内の労働コストは騰勢を強めている(図)。協約賃金は将来の仕上がりイメージするための数字であることから、これが



高止まりする中で当面、域内の労働コストは高止まりが予想される。今回の会見においてラガルド総裁は賃金・物価スパイラルの懸念を否定しているものの、現実問題として賃金は下がりず、サービス物価は高止まりしているため、ECBがハト派傾斜するにあたっての難題と言わざるを得ない。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は下がったと言っても前年比+5%台であり、如何に域内経済へのオーバーキルが囁かれても現時点でECBが言えることは「データ次第」という決まり文句だけだろう。6月政策理事会ではインフレ高止まりを理由として利上げ幅を+50bpとする意見が複数あった。わずか6週間でそのような意見が根絶されたとも考えにくく、9月利上げはまだメインシナリオからは外せない。

かかる状況下、ユーロ/ドル相場をどう見るべきか。「FRBに比較して相対的なタカ派」と評価されてきたECBへの目線が欧米金利差(米国-欧州)の縮小に直結し、それがユーロ/ドル相場の堅調に直結してきた経緯がある。既に論じたように、FRBは連続的な利上げから「断続的な利上げと現状維持」というスタンスにシフトした疑いが強いが、今回の情報発信を見る限りECBも似たようなスタンスに寄せてきた疑いがある。「9月利上げを既定路線とし、それ以降



の利上げ可能性も低くない」という従前の想定からすると大きな変化である。仮にECBの利上げが止まってしまえば、絶対金利水準の低いユーロは劣勢を強いられる可能性は高まる。IMM通貨先物取引にお

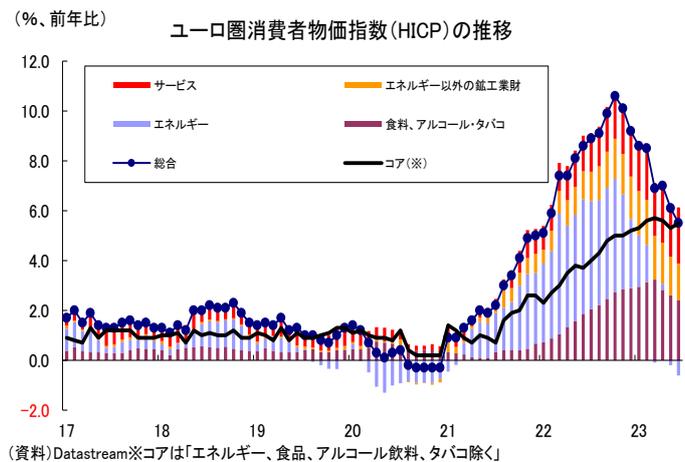
けるユーロ買いも依然として大きいことを踏まえると、当面のユーロ/ドル相場は調整を強いられる可能性が高まったと言わざるを得ない。

共に年内残す会合はあと 3 回だが、本欄では利上げ回数に関し、FRB は 1~2 回、ECB は 2~3 回といった立ち位置を予想し、ユーロ/ドル相場に 1.15 程度までの上値余地があると考えてきた。しかし、実際は共に 1~2 回程度の利上げしか期待できないとしたら、1.15 までの上昇は相当厳しくなってきたという印象もある。今回の本欄ではこの点を勘案して、レンジを小幅であるが、下方修正している。

《ユーロ圏経済の現状と展望～物価情勢の現状、逼迫する雇用・賃金情勢～》

総合指数とコア指数の逆転間近

7月19日、ユーロ圏6月HICPの確報値が公表されている。ヘッドラインである総合指数の減速が目立つ一方、基調であるコア指数の高止まりが続いており、引き続き賃金インフレの懸念が払拭されない状況にある。総合指数は前年比+5.5%（以下明記しない限り前年比とする）と前月の+6.1%から大幅に減速する一方、コア指数は前月の+5.3%から+5.5%へと加速している。恐らく来月には総合指数とコア指数の伸び率が逆転してくる様相である。総合指数の下落は引き続きエネルギーの下落（▲1.8%



→▲5.6%) によるものであり、この傾向は当面強まるだろう。というのも、ちょうど昨今のロシアとの緊張が一段と高まり、「今年（2022年）の冬、欧州は史上最悪のエネルギー危機になる」という懸念が浮上、天然ガス価格も急騰し始めた。当面はそうした懸念の「裏」が出る時間帯に入るため、エネルギー価格上昇の反動で総合指数が下落し実態が見えにくくなる。ただ、総合指数は食料・アルコール飲料・たばこが依然として+11.6%と2ケタの伸び率を維持しており、総合ベースで+2%以下に収束してくる姿も見通せる将来においては難しそうだ。インフレはピークアウトしているが、EU市民の生活が苦しいことには変わりはなく、後述するように賃上げの機運は当面残存する公算が大きい。

片や、コア指数の加速は昨夏のドイツにおいて旅行支援を兼ねた公共交通料金の引き下げが行われていたことの反動である。日本の全国旅行支援と同様、パンデミック終息からの需要復元を企図した政策であり、この影響は来月（8月）も続くことになる。今回、サービス物価が+5.0%から+5.4%へまとまった幅で加速しているのもその影響と推測されるが、果たして特殊要因が剥落してくる9月以降、サービス物価は落ち着きを取り戻すのか。もはやECBとしては総合ベースよりもコアベース、コアベースの中でも賃金情勢と密接な関係があるサービス物価に着目していると思われる。

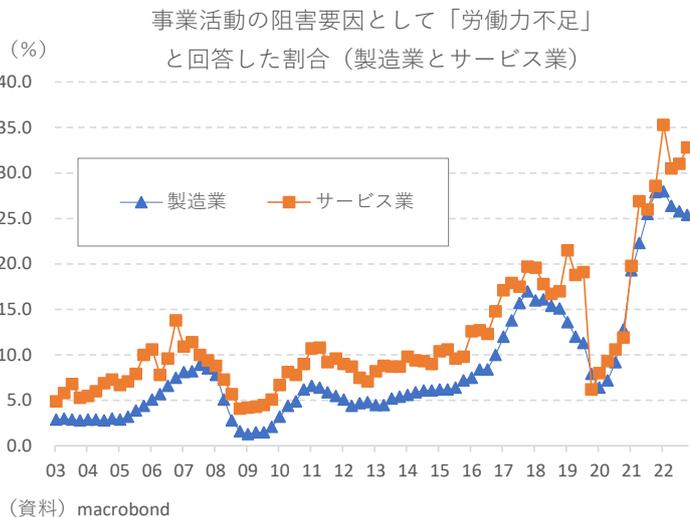
雇用・賃金情勢の逼迫は明らか

この点、気になる報道が先月末には見られている。6月26日、ドイツの最低賃金委員会は最低賃金を2024年1月から+3.4%引き上げて時給12.41ユーロとすることを勧告している。また、2025年1からはさらに+3.3%引き上げて12.82ユーロとすることも勧告されており、ドイツのハイル労働・社会相

はこれらの勧告受け入れを表明している。もっとも、こうした賃金上昇を受けても昨年来の物価上昇を補うには十分ではないという状況にあり、ハイル労働・社会相も「さらなる引き上げを望む声があることは理解している」と述べるなど、このまま賃上げ機運が収束する雰囲気はない。ドイツ労働組合総同盟幹部のコメントとして少なくとも時給13.50ユーロまで引き上げられない限り、インフレ考慮後の実質賃金はマイナスであるとの見解も併せて報じられている。図に示す通り、ドイツに限らず多くのユーロ加盟国では過去5年平均と比較して足許の最低賃金が切り上げられる動きが続いており、ECBが懸念した賃金スケールの拡大が現実化しつつあるようにも見受けられる。



域内の企業実感としても人手不足は続いている。欧州委員会『European Business Cycle Indicators』が四半期に1度行う企業調査の結果(2023年1~3月期分)によれば、「事業活動の阻害要因(s limiting factor)」として「労働力不足(labor shortages)」と回答した割合は製造業で約25%、サービス業で約33%と調査開始以来の最高水準に達している(図)。製造業の人手不足は極めて緩やかながら解消に向かっているように見えるが、サービス業は一度下がってから再び切り返している。「人が足りない状態」が続く限り、賃金を抑制するのは無理筋であり、雇用・賃金市場の逼迫は域内の企業現場が強く感じる現実なのだろうと推測できる。しかし、上述したように、現在のECB政策理事会はこうした雇用・賃金情勢の逼迫よりも、実体経済の減速に配慮しようという雰囲気が感じられる。仮に、利上げ路線が棚上げされた時にこうした賃金・物価情勢が実体経済に依じて収束してくるのか。ECBにとっては1つの賭けになってくるだろう。



金融市場部
 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。