

中期為替相場見通し

2023 年 9 月 29 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～「座して米経済失速を待つ」しかない状況に～

日米欧金融政策の現状と展望について～マイナス金利解除の行方～	P.3
円相場の基礎的需給環境について～依然円売り超過の需給環境～	P.5
円相場の現状と展望について～アジア最弱通貨の実感～	P.8
米国金融政策の現状と展望について～2024 年、利下げは当然なのか？～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～依然不安視される「円から外貨」～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～スタグフレーションは本当に避けられるのか～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～	P.14
ユーロ圏経済とユーロ相場の現状と展望～「欧州の病人」は戻って来たのか～	P.16

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

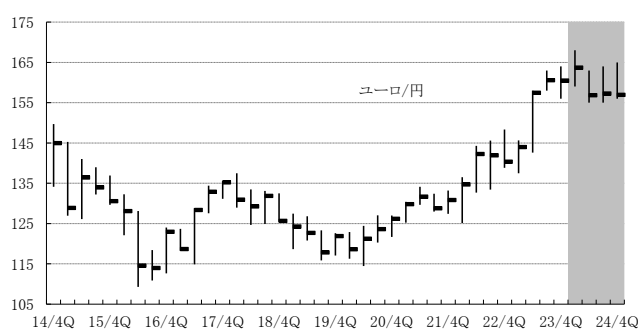
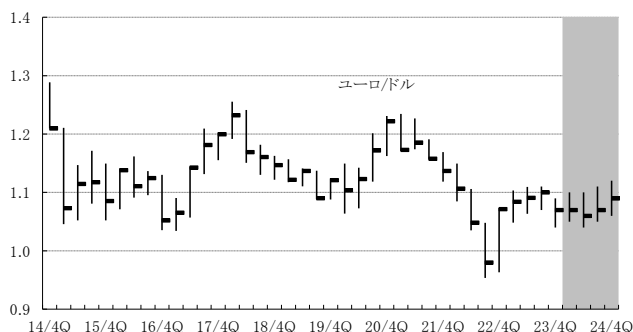
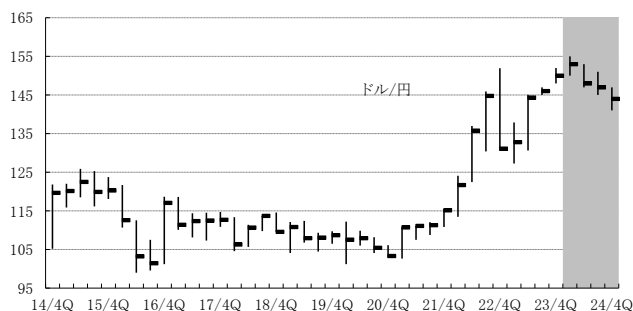
9月のドル/円相場も続伸し、断続的に年初来高値を更新する展開となった。一部報道を受けて日銀のマイナス金利解除観測が高まったものの、結局、会合を経てその可能性は一蹴されている。仮に、そうした展開があるとしても、来年の春闘を確認する必要はもちろん、現在進行中の「多角的レビュー」を経てマイナス金利政策自体の有害性が認定されるなどのプロセスが必要と思われる。最短でもあと1年弱の時間は要するのではないかと。なお、需給環境を主軸に見通しを検討してきた本欄にとっては、そうした僅かな円金利上昇よりも貿易収支を取り巻く環境に注目したい。今年の貿易収支改善は「前年比で円安や原油高が収まること」が前提だった。現実には円安も原油高も前年比で加速しており、輸入が再び膨らんでくる公算はかなり大きい。さらに、中国向けを中心に輸出の失速も始まっている。輸出入両面から貿易赤字が再拡大する可能性も視野に入る。こうした状況を踏まえ、24年1～3月期と考えていた円安ピークアウト時期を4～6月期に後ろ倒しすることにした。一方、FRBについては「24年こそ利下げの年」という見通しが強くなりそうである。だが、22年末から23年初頭にかけて「23年は利下げの年」という前提で円高見通しが一色だったことを思い返したい。本欄では米利下げについては24年10～12月期に議論が始まる程度と考えている。しかし、それ自体が円売り超過の需給を変化させるわけでもないはずである。

片や、9月のユーロ相場は続落した。日米欧三極で際立って劣後する実体経済やこれに呼応して半ば利上げ停止宣言に踏み切ったECBなど、確かに9月はユーロ売り材料が続いた印象がある。しかし、半ば停止を宣言したことで、今後の注目は「本当に利上げせずに済むのか」という点に移るだろう。原油価格が騰勢を強める中、ECBは本当にインフレ率を2%程度に収める勝算が立っているのか。例えばコアHICPの再加速などが確認された場合、「やはりインフレを抑制する必要がある」という問題意識は芽生えないだろうか。利上げ路線へと戻る可能性がないわけではなく、満を持して挿入した今回のガイダンスも形骸化する恐れもある。ECBが再度、利上げ路線に復帰し、先んじて利上げ停止を決めていたFRBとの格差が意識される中でユーロ相場が金利妙味から評価される展開は今後無いとは言えない。また、ドイツ経済は病人と言われるほど不調だが、貿易黒字自体は確保された状態にある。ユーロ相場がドイツやユーロ圏全体の貿易収支と安定した関係にあることを踏まえると、水準の下方修正は検討しつつ、パリティ割れなどユーロ相場の大崩れは依然想定していない。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1～9月(実績)	10～12月期	2024年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	127.22 ～ 149.71 (149.38)	148 ～ 152 (150)	150 ～ 155 (153)	147 ～ 153 (148)	145 ～ 151 (147)	141 ～ 147 (144)
ユーロ/ドル	1.0482 ～ 1.1276 (1.0565)	1.04 ～ 1.09 (1.07)	1.05 ～ 1.10 (1.07)	1.04 ～ 1.10 (1.06)	1.05 ～ 1.11 (1.07)	1.06 ～ 1.12 (1.09)
ユーロ/円	137.45 ～ 159.76 (157.82)	156 ～ 164 (161)	159 ～ 168 (164)	155 ～ 163 (157)	155 ～ 164 (157)	156 ～ 165 (157)

(注) 1. 実績の欄は9月29日までで、カッコ内9月29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～「座して米経済失速を待つ」しかない状況に～

《日米欧金融政策の現状と展望について～マイナス金利解除の行方～》

「2022年9月22日の再現」はならず

9月22日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定し、注目された植田日銀総裁による記者会見も無風だった。9月9日付の読売新聞が報じたインタビューで植田総裁がマイナス金利政策の解除に関し「年末までに十分な情報やデータがそろう可能性はゼロではない」と語って以降、年内のマイナス金利解除可否が市場の焦点となり、一時的ではあるが円高に振れる時間帯もあった。9月会合の現状維持自体、市場予想通りだが、読売報道が総裁会見で追認される可能性については思惑が割れていた。

蓋を開ければ「政策の修正時期や具体的な対応について到底、決め打ちはできない」と年末発言は一蹴され、今回の騒動が収束に向かった格好である。ちょうど1年前の9月22日も日銀金融政策決定会合が開催され、緩和路線の維持を決定した後、黒田元総裁が「今後2～3年は利上げをしない」と円安相場を焚きつける発言をして、円安相場が加速した。その直後に政府・財務省による円買い・ドル売り介入が実施され、「投機的な円売りを焼き払うための罠だったのでは」という憶測が流れた。今回も緩和続行に際して「2022年9月22日の再現」を警戒した向きは多かったと思われるが、会合後の円安が穏当なものにとどまったこともあり大事には至っていない。

議論しやすくなったマイナス金利解除

読売報道から総裁会見に至るまでの流れを総括すると、植田総裁が早期引き締め観測の台頭を不本意に感じ、火消しに走ったというのが事の顛末に見える。だが、マイナス金利政策の年内解除に関し「ゼロではない」と述べるのも、「決め打ちできない」と述べるのも、実質的には同じ意味だろう。件の読売報道でも実際のところ、こういった問答を通じて年末発言が引き出されたのか定かではない。植田総裁としては特に言動を変えたつもりはないという可能性も十分考えられる。植田総裁は「決め打ちできない」発言に続け、「年内はそういう可能性（※マイナス金利解除の可能性）は全くないということを総裁の立場で言うと毎回の決定会合の議論に強い縛りをかけてしまう。そういうことは言わない方が望ましいという趣旨の発言だった（※は筆者が追加）」と述べていた。報道の仕方と市場の受け止め方について、針小棒大であった可能性は高い（よくある話だが）。

とはいえ、今回の騒動を経て、かなり遠い未来の出来事と思われてきたマイナス金利解除に現実味を持つ市場参加者が増えたのは大きな収穫に思える。正常化議論は初手で市場へショックを与えないことが一番大事であり、難しい部分である。今回、勝手に市場が拡大解釈してくれたおかげで、今後マイナス金利解除を議論する上での難易度は若干下がったように思える。

「座して米経済失速を待つ」しかない

なお、会合後の円安が穏当なものにとどまったとはいえ、ドル/円相場は年初来高値圏にある。円安が慢性化している限り、日銀を取り巻く政策環境は極めて窮屈な状況が続く。過去の本欄でも同様の趣旨を議論しているが、今後の日銀金融政策決定会合は「円安にどう対抗するのか」という催促含みで予想形成が進みやすいはずだ。現状維持ならば円売りが進み、引き締め措置を講じても不十分と解釈されればやはり円売りが進む。円売りを通じて引き締めを催促した投機筋は、日銀がそれを実際に決断するタイミングで円買いに転じれば収益機会に恵まれる（それが為替介入を伴えば、さらに大きな機会になり得

る)。円安がある限り、「毎日がライブミーティング」という厄介な状況が続くだろう。過去、執拗な円高に対抗して緩和カードを出し尽くしたのが白川体制だったが、植田体制はこの逆に構えることになる。

現状の日本は政策金利がマイナス、貿易収支が赤字、経常収支もキャッシュフローベースで見れば恐らく赤字という状況にあり、円安は基本的にファンダメンタルズを反映した相場現象と言わざるを得ない。もちろん、「145～150 円」というレンジが果たしてフェアバリューと言えるのかという議論はあろうが、円安の流れを一変させる妙手を日本が持つわけではなく、基本的に「座して米経済失速を待つ」というのが唯一にして最大の解決策となる。しかし、9 月 FOMC のドットチャートを踏まえれば、2024 年中の利下げ予想は 2～3 回程度との意見が多い（後述する）。仮に 3 回利下げが正しいとした場合、断続的な利下げならば 6・9・12 月のスタッフ見通し（SEP）改定に合わせるか、連続的な利下げならば 9・11・12 月の年後半に固めるかという展開が予想される。利下げ議論の開始時期はドットチャートを元にした場合、最短で 2024 年 6 月だろうか。本欄ではさらに後ずれして同年 10～12 月期と想定する。いずれにせよ、予測期間後半であり、日銀はそれまでの円安圧力を上手くいなしながら過ごすことが求められる。

マイナス金利を有害認定するしか道は無いか

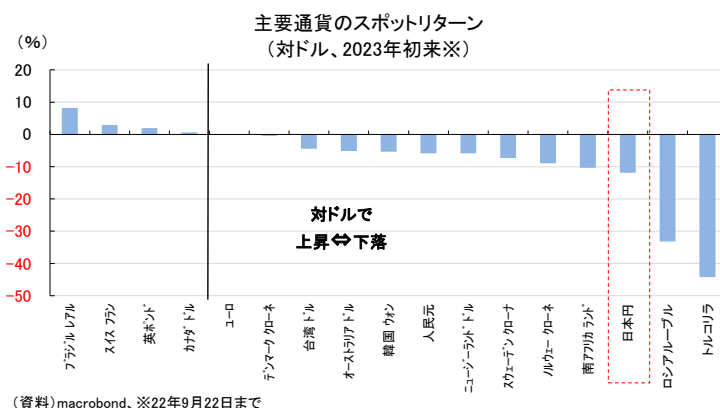
結局、マイナス金利解除はいつになりそうなのか。従前から目された通り、あるとすれば「2024 年 4 月の春闘を待って判断する」というのが基本シナリオになるのだろう。だが、黒田時代から「2%物価目標と整合的な賃上げ率はベアで+3%」という前提がある。今年の春闘は 30 年ぶりの上昇率を確保しつつも、+2%強だった。春闘の交渉は大企業を対象として 2 月から開始され、中小企業を含めた結果が 3 月末をめどに終結する。つまり、参照にされる消費者物価指数（CPI）は 2024 年 1 月分や 2 月分ということになる。この点、今年 1 月のコア CPI が+4.2%であったのに対し、例えば 2024 年 1 月分は半減するとの見通しが濃厚となっている。現時点で 2024 年春闘において「ベアで+3%」を実現する可能性はメインシナリオに置きづらいだろう。とすれば、緩和解除の条件が「賃金上昇を伴う 2%の物価目標の持続的・安定的な実現」である以上、今から半年程度でそれを見通すのは現実的ではない。

では、どうするか。賃金上昇という前向きな理由でマイナス金利を解除することが難しいとすれば、「マイナス金利政策の継続が有害である」とするしかない。マイナス金利はむしろ実体経済の足枷となるリバーサルレートであり、現下の円安などを通じて日本経済を下押しているというロジックなどは想像しやすい。もっとも、そうした決定を下すとしても 2024 年の春闘結果を待つことには変わらないだろう。しかも、同年 5 月には今年 7 月に着手され現在実施中の「金融政策に対する多角的レビュー」の 2 回目のワークショップ（討論会）が開催予定だ。そこで、それまでに分析した案件について包括的な討議が予定されている。有害性を認定した上でマイナス金利解除が決断されたとしたら、多角的レビューの結果も踏まえた 2024 年 7 月の展望レポートあたりが良い頃合いに見受けられる。

為替市場に透ける円への疑念

主要通貨の対ドル変化率を見ると 9 月 28 日現在、円（▲12%）よりも明らかに下落幅が大きい通貨はアルゼンチンペソ（▲97%）、トルコリラ（▲44%）、ロシアルーブル（▲35%）だけだ。円以外の G7 通貨（英ポンド、カナダドル、ユーロ）は対ドルで上昇もしくは横ばいであり、これに準ずる通貨であるスイスフランも上昇している。G7 の一角であるという円の属性を考えると、やはり円の売られ方は特異であり、単に「日米金利差が拡大しているから」という理屈では理解が難しい。もちろん、日本がアルゼン

チンやトルコと同じとまで言うつもりはない。インフレ抑制のために政策金利が100%を超えるアルゼンチンや、未だ前年比+60%近くのインフレ率が続くトルコと日本を比べるわけにはいかない。日本の資金循環構造は未だ「政府・日銀・民間銀行」が三位一体となって国債を管理しており（その善し悪しは別として）、それらの国々のように利回りが急騰するようなことは考えにくい。しかし、債券市場とは異

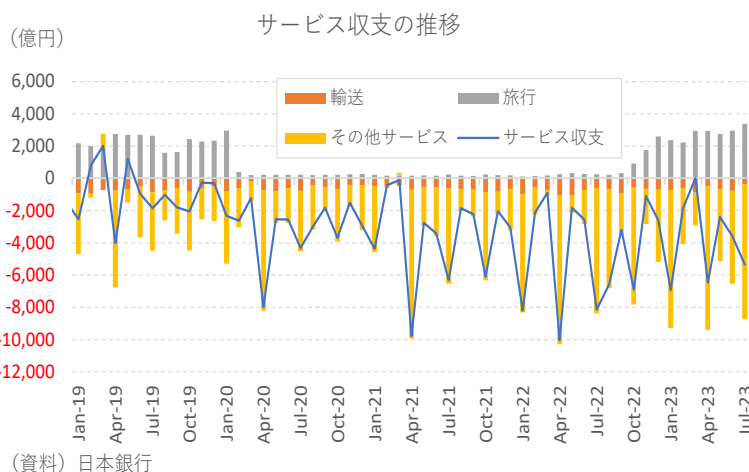


なり、為替市場はいつでも直情的だ。日本の事情に明るくない海外勢からすれば「米国に匹敵するインフレ状況でもマイナス金利を堅持する円」は売り仕掛けするには十分なテーマ性を帯びている。しかも、幾ら円売りで仕掛けても日銀が緩和路線を堅持してくれるのならば円売りで大きく敗けることも考えにくい。日銀金融政策決定会合と同日に公表された本邦8月CPIは総合ベースで前年比+3.2%と前月から▲0.1%ポイント減速したものの、米国のそれとほぼ同じ伸び幅が続いている。マイナス金利解除は「堅調な春闘」という朗報ではなく「執拗な円安」という悪報に反応する格好で決断されるのではないか。

《円相場の基礎的需給環境について～依然円売り超過の需給環境～》

遂に2019年を捉えた旅行収支黒字

財務省が9月8日に発表した7月国際収支統計は+2兆7717億円と7月としては過去最大の経常黒字であったことが大きく報じられた。黒字拡大の原因は①旅行収支黒字が単月として過去最大を記録したこと、②貿易収支が2か月連続黒字を記録したこと、③第一次所得収支黒字が依然として高水準を維持したことなどがある。日本の経常収支を議論する際、元より③は所与の論点だが、ここもとの円安でさらに押し上げられたという状況にある。もっとも、②は「円安や資源高の落



ち着き」を理由に年初来、著しい改善傾向が続いてきたものの、後述するように、8月以降、円安は加速し、原油価格も騰勢を強める中、中国経済の減速も露わになっており、貿易収支の改善が経常黒字を押し上げるという経路は今後困難になると思われる。

一方、①の動きは特筆されるものと言える。旅行収支の+3368億円という黒字は初の3000億円台で過去最大である。単月に限った話ではあるものの、訪日外国人（インバウンド）需要の最盛期である2019年よりも強い数字を叩き出したという意味で象徴的な節目として注目する価値はあろう。もっとも、過去の本欄で議論したように、歴史的な円安相場を背景としてインバウンドの消費額が「円建てで見れば

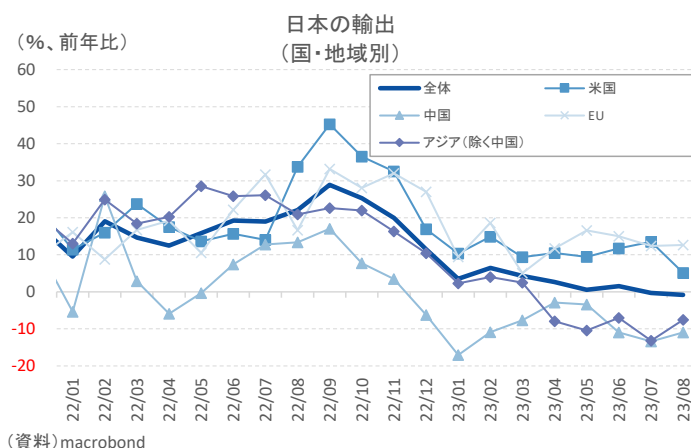
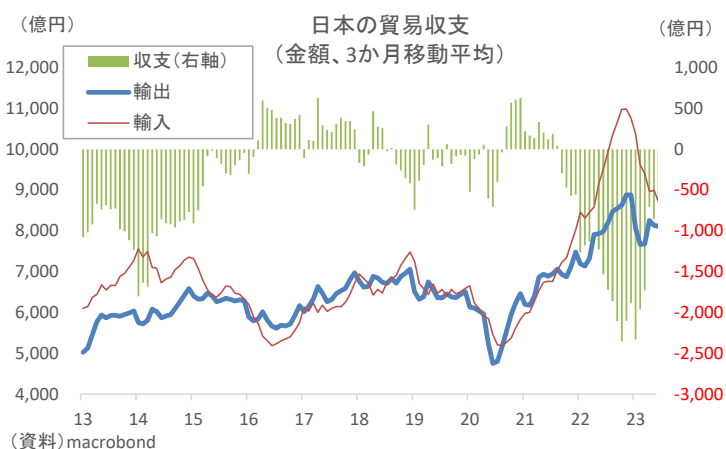
かさ上げされている」というのが現状であり、輸出企業が販売数量そのままに売上高を伸ばすのと同じ構図である。正確には7月の訪日外客数は2019年7月対比で8割弱にとどまるため、「販売数量は減っているが、売上高は増えている」という状況である。また、旅行収支黒字が拡大しているのは円安でインバウンドからの受取がかさ上げされていることに加え、日本から海外への出国者数が増えず、海外への支払も増えていないという要因もある。実はインバウンド動向とは裏腹に2023年7月の出国者数（89万人）は2019年7月の半分程度のイメージにとどまっている。5月の5類変更からまだ2か月しか経過していないことも考慮すべきかもしれないが、歴史的な円安を主因として日本人にとって海外旅行というサービスが高価な消費対象になってしまった状況が透ける。いずれにせよ旅行収支黒字の歴史的な高水準は円安の影響がはっきりと出た結果である。

なお、7月も相変わらず第一次所得収支黒字の大きさが経常黒字の大きさを規定している印象は変わっていないが、それをもって円買いのキャッシュフロー（CF）が保証されているわけではないことは前月までの本欄で繰り返し論じた通りだ。筆者が試算するCFベースの経常収支は6月の約1.4兆円から7月は約6600億円へ縮小している。現に、為替市場では円安が持続しているのだから、こうした動きの方が説得力を持つだろう。ヘッドラインで伝えられる一方的な経常収支改善とは裏腹に「円を売りたい人の方が多い」という基本的な状況は大きく変わっていないというのが実情と思われる。

原油高・輸出減の想定外は継続中

今後、重要になるのはやはり貿易収支の動向である。9月20日に公表された本邦8月貿易収支は▲9304億円と2か月連続の赤字を記録した。7月以降、日本の貿易収支には2つの想定外が浮上している。1つは中国経済の失速、もう1つは原油価格の上昇である。その傾向は7月から8月にかけて明らかに強まっている。8月貿易収支の季節調整値を見ると輸出が前月比▲1.7%となる一方、輸入が同▲2.1%減ったことで貿易赤字額が縮小した格好だが、これは昨年11月以降の円高や資源価格下落がラグを伴って寄与していることの結果である。既に今年3月以降で円安が、6月下旬以降では原油高が再起動しており、年内に輸入金額の増加を伴う貿易赤字拡大の兆候が確認されてくる可能性がある。また、もう1つの想定外である輸出鈍化も、中国向け輸出は9か月連続で前年実績を割り込み、世界向け輸出も2か月連続で前年実績を割り込んでいる。

しかし、右図にも示すように、中国を除くアジア地域向けで見ても8月は前年比▲



7.6%と 5 か月連続で前年実績を割れている。国別に見ると、台湾（▲14.3%）、韓国（▲10.8%）、シンガポール（▲24.6%）、タイ（▲4.5%）、マレーシア（▲17.4%）、フィリピン（▲19.0%）とアジア主要国が軒並み 2 ケタの下落率を記録している。先進国中銀による引き締め継続の余波が外需環境の悪化を通じてアジア経済の重しとなっている実情が透ける。輸出の伸び悩みは中国要因だけではない。

理由はどうあれ中国向け輸出減少は円安要因

とりわけ注目される中国向け輸出に関

しては、短期的には同国景気の停滞、中長期的には西側陣営による中国からのデカップリングが背景にある。8 月というごく短期の話に限れば、7 月末には中国に対する先端半導体製造装置の輸出管理規制が施行され、8 月以降は中国が日本の水産物に対する輸入厳格化を行っていることなど、政治的な要因が重しになったと見られる。片や、後者の中長期的な視点に立てば、対中輸出の減少は構造変化の過渡期

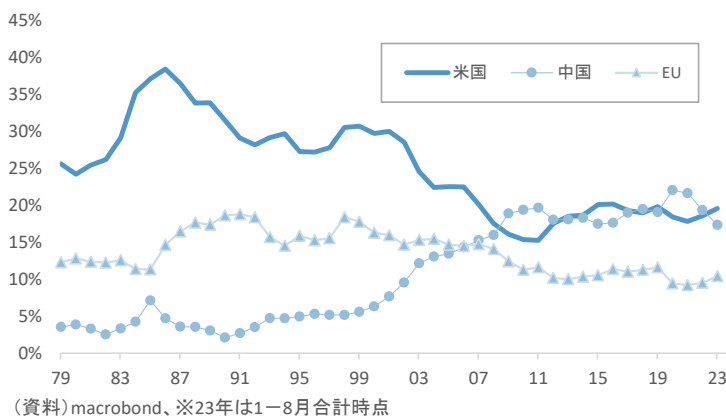
であり、前向きに評価すべきという論調もある。図示するように、1～8 月合計で見た場合の輸出割合は米国の約 20%に対し、中国は約 17%と逆転している。現状を踏まえる限り、この傾向は続くのだろう。なお、2006 年頃までは EU の比率よりも低かったことを思い返せば、まずは「EU>中国」といった大小関係になるケースなどは、時代の巻き戻しが進んでいる象徴的な現象として注目される。確かに、こうした動きは西側陣営がリスク回避姿勢を強めた結果であり、中長期的に見れば前向きな話にも思える。

しかし、背景がどうあれ、日本の世界向け輸出の 2 割弱を占める中国の代わりになる国・地域は存在しないのだから、中国向け輸出の不調はそのまま貿易収支の悪化に直結し、為替市場にとっては円安要因になる。1～8 月分に限定し、昨年と今年を比較すると、対中輸出が減った分、そのまま対米輸出が増えたような構図になっているが(図)、こうした変化が持続性を伴うのだろうか。直感的に中国の需要を米国が全て吸収すること

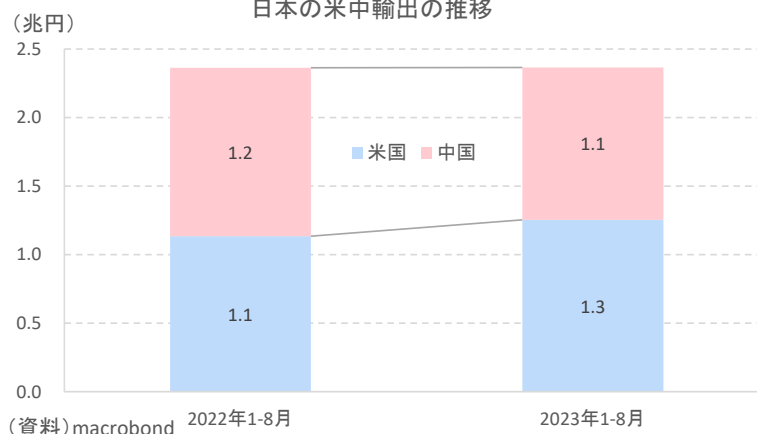
はできないのだから、日本だけではなく世界の貿易総額自体、伸び悩む可能性が高いように思える。

円安予想において「日米金利差も重要だが、需給が円売りに傾斜しているという根本的事実を押さえるべき」との立場を軸にしてきた本欄にとって、最近の貿易収支の変調は中長期見通しに影響を与える重要な変化だと捉えている。今年 1～8 月の貿易統計合計は▲7.9 兆円と前年（▲12.2 兆円）と比べれば改善しているものの、2022 年は資源高、円安、供給制約が併発する極めて例外的な年であった。2022 年を

日本の輸出に占める割合



日本の米中輸出の推移



除けば、それまで史上最大の赤字は 2014 年の▲12.8 兆円であり、今年はこれを視野に捉えている。ちなみに 2014 年のドル/円は約+12%上昇していたが、今年のドル/円相場も本稿執筆（9 月 27 日）時点でちょうど約+12%上昇している。執拗な円安・ドル高の背景に拡大する日米金利差だけではなく縮小しない貿易赤字の存在があることも引き続き重視していきたいと思う。

《円相場の現状と展望について～アジア最弱通貨の実感～》

やはり大きい内外価格差

9 月初頭、筆者は出張でシンガポールに訪れた。前回シンガポールを訪れたのは 5 年前になるが、例によって日本と比較した場合の物価情勢に関し、彼我の差は非常に大きなものになってきているように感じた。例えば、頻繁に比較対象として持ち出されるスターバックスで言えば、アイスコーヒー（ice americano）のトールサイズが約 5.8 シンガポールドルであった。本稿執筆時点のレート（1 シンガポールドル≒108 円）で 626 円になる。日本では 445 円なのでシンガポールの方が約 1.6 倍高いことになる。また、水（エビアン、500ml）はチャンギ国際空港で約 3.2 シンガポールドルだった。同じく本稿執筆時点のレートで約 346 円になる。日本で同商品をコンビニエンスストアで見つけることはできなかったが、ネット上で確認できる希望小売価格は税別 170 円（税込で 180 円強）となっていた。小売店で購入した場合やまとめ買いした場合、これが税込み 142 円程度になるようだ。つまり、シンガポールの方が約 2.4 倍高い。もちろん、シンガポールでも安売りしている店舗はあるだろうし、まとめ買いもできるだろう。しかも、筆者が見たのは空港なのでやや高い可能性がある。とはいっても、では日本の空港で 500ml の水が 300 円で売られている光景は想像がつかないだろう（200 円台でもないだろう）。

コーヒーや水のような日常生活に近い財でこれだけの価格差が浸透している状況からは、日本からの旅行者や出張者、駐在員などが痛みを被りやすくなっている実情が想像される。必然的に、日本から海外への旅行者が増えるのは難しいであろうし、旅行収支における支払（≒サービス輸入）は今後減る可能性がやはり高いと思われる。代替需要としての国内旅行が逼迫しやすくなる展開が予想されるし、現にそうなりつつあるのではないか。

国内空港に見る旅行収支の世相

片や、海外から日本へ来る場合はその逆の感覚を抱くであろう。よって旅行収支における日本側の受取（≒サービス輸出）は今後増える可能性が高いし、上で見たように実際に増えている。今回、そうした状況を象徴するような場面があった。それは日本から海外へ出国する際の保安検査場に見る長蛇の列だ。空港職員から聞いた話では、現在、羽田空港の保安検査場は顔認証登録などをしていない限り、30～40 分、短くても 20 分程度は列に並ぶのが当たり前になっているという。ちなみにチェックインのための空港カウンターも凄まじい混雑であった。集まっている利用客の殆どは観光を目的とする外国人旅行者（インバウンド）で日本人の姿の方が少なかったように見受けられた。こうした保安検査場の有様なども昨今の旅行収支黒字拡大を象徴する景色と言える。なお、元より羽田空港はさほど広くないため優先保安検査場が無い（例えばエコノミークラスもビジネスクラスも同じゲートになる）などの問題も指摘されていたが、今後ますます拡大するインバウンド需要を捌くのに難渋し問題は大きくなるように思われる。

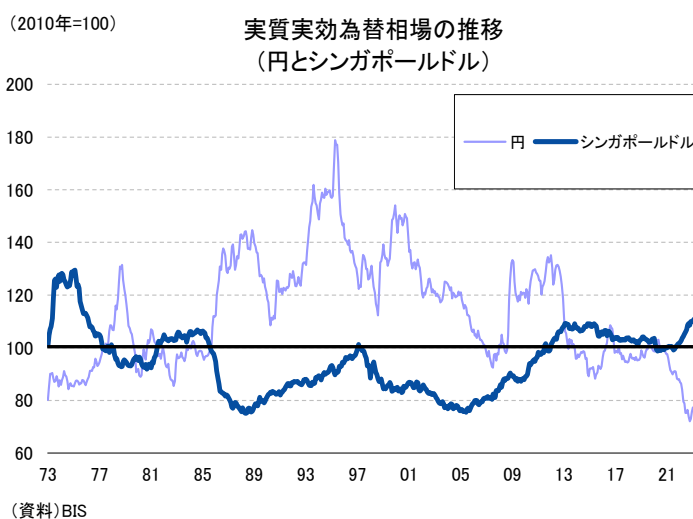
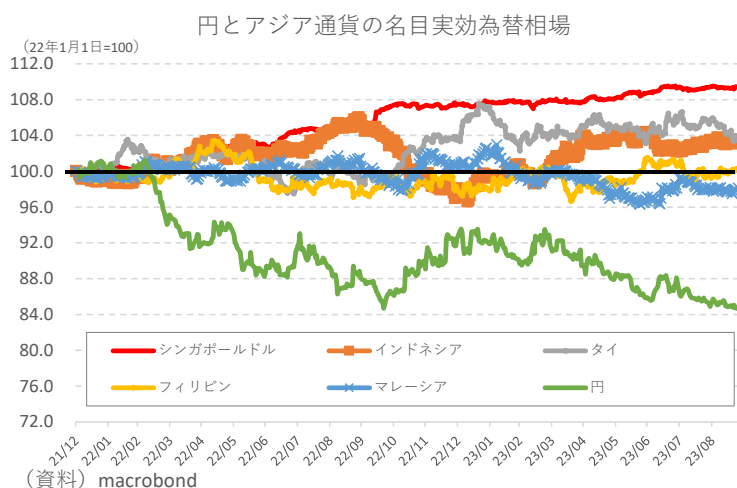
アジア最弱通貨という現実

シンガポールとの価格差に話を戻すと、確かに近年直面している名目ベースの円安の影響は大きいと考えられる。名目実効為替相場（NEER）に関し、2022年初頭を100とした時、9月末時点の円は約▲15.4%下落した一方、シンガポールドルは約+9.5%上昇した。指数の水準で言えば、円のNEERはシンガポールドルのそれよりも3割弱低いことになる。為替要因でそれだけ差がついた上で、賃金格差も乗ってくるので、上述したような財の価格差も首肯できるものがある。

なお、シンガポールは金融センターという機能も含むため、アジアの中でも物価・賃金の騰勢に直面しやすいという見方もあるが、その他の東南アジア諸国通貨で見ても、円の下落幅は突出している（図）。常々、筆者は今次円安について「ドル高の裏返しではない」と強調しているが、それはこうしたアジア通貨の推移を見ても分かる話だ。本当に世界的なドル高が円安の真因だと言うならば、円に追随するほど下落している通貨があっても良いはずだが、そうはなっていない。円安は赤字が拡大する貿易収支、黒字が国内回帰しない第一次所得収支、デジタルやコンサルティング、研究開発を中心に赤字が広がるサービス収支など、明らかに構造的な要素を含んでいるというのが筆者の昨年来の立場である。この点は過去に繰り返し論じてきたので今回は割愛する。

また、この点も過去の本欄では繰り返し論じている点だが、名目ベースの円安はあくまで内外価格差をもたらす二次的な要因である。スターバックスのアイスコーヒー（トールサイズ）の例で言えば、日本とシンガポールが等価になるためには1シンガポールドルが67円（ $\div 390 \div 5.8$ ）になる必要がある。これはドル/円相場が70円台で常態化していた2011～2012年頃の水準に近い。それを「フェアな円相場の価値」だと考える向きはさすがに少数派だろう。貿易収支1つ取ってみても、当時はまだ「日本が貿易赤字

国になった」という結論が出ているような状況は無かった（貿易収支が変化する端境期がその頃だった）。結局、日本とシンガポール、あるいは日本と諸外国の価格差拡大をもたらしているのは名目ベースの円安基調もさることながら、やはり「賃金格差に由来する企業の価格設定行動の差」だと考えるべきである。企業が定価を決める時点で既に大きな差がついているのである。物価格差を加味した為替相場は実質実効為替相場（REER）で見るのが基本である。例えば2000年初頭から2023年8月の変化率で見た場合、円は▲54%、シンガポールドルは+31%である。その通貨の購買力とも読み替えられるREERで



これほど差が付いていれば、当然、両国の財・サービスに付けられる値札はそれが同じものであろうと変わってくる。特に過去 1～2 年、両者の方向感是对照的である（前頁図）。

「円安の副作用」で切り取る危うさ

日本と諸外国の物価格差を議論する際、どうしても直感的に分かりやすい「円安の副作用」というフレーズで状況が切り取られやすいが、本当に見るべきはそうした名目為替レートの動向もさることながら、春闘に象徴されるような賃上げ傾向が持続し、それが企業の価格設定行動として落とし込まれるという他国では当たり前の動きが定着するかどうか。これほど人が足りない状況が慢性化しているのに名目賃金が上がらないということは有り得ないため、筆者は今の日本は少しずつではあるが確実に「名目賃金上昇→値上げ」という萌芽が見られ始めている状況と感じている。物価が上昇すれば、上で見たように一方的な下落が続いている REER（≒購買力）も浮上することになる。本欄で繰り返し論じている日本の需給構造を踏まえる限り、名目ベースの円高という経路で REER が浮上することは恐らく難しいように感じる。だとしたら尚更、国内の賃金・物価上昇という経路に賭けるしかない。いずれにせよ、「どうせデフレだから」という諦観が覆っていたコロナ前から状況が変わりつつあるのは確かだろう。

《米国金融政策の現状と展望について～2024 年、利下げは当然なのか？～》

「本当に利上げしなくて良かったのか」という疑念

9 月 19～20 日に開催された FOMC は市場予想通り、FF 金利の誘導目標を 5.25～5.50% で据え置いた。据え置きは 6 月会合以来、2 会合ぶりで、停止判断こそ下されていないものの、今次利上げ局面が踊り場に差し掛かっているのは確かと言える。改定された FRB スタッフ見通し（SEP）では実質 GDP 成長率の見通しに関し、2023～25 年が「+2.1%→+1.5%→+1.8%」となり、

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2023年9月時点

	2023	2024	2025	2026	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	2.1 (1.0)	1.5 (1.1)	1.8 (1.8)	1.8	1.8 (1.8)
失業率 (6月時点)	3.8 (4.1)	4.1 (4.5)	4.1 (4.5)	4.0	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (6月時点)	3.3 (3.2)	2.5 (2.5)	2.2 (2.1)	2.0	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	3.7 (3.9)	2.6 (2.6)	2.3 (2.2)	2.0	

(資料)FRB

前回（6 月分）対比で 2023 年が+1.1%ポイント、2024 年が+0.4%ポイント、2025 年が横ばいとなった。3 か月間でこれほど成長率が上振れることは稀である。にもかかわらず、ロングランの成長率が+1.8%で変わっていないため、米国経済の需給ギャップに照らせば、相当逼迫した状況（需要＞供給）になったと読める。この点、会見では「成長率の大幅引き上げと利上げ見送りは矛盾している」という点を質す記者も現れたが、インフレ見通しは殆ど動いていないため矛盾していないというのがパウエル FRB 議長の主張であった。具体的にインフレ見通しを見ると、個人消費支出（PCE）は 2023～25 年にかけて「+3.3%→+2.5%→+2.2%」となり、前回対比 2023 年および 2025 年が+0.1%ポイント上方修正、2024 年が据え置き、コアベースでも「+3.7%→+2.6%→+2.3%」となり前回対比で 2023 年は▲0.2%ポイント下方修正され、2025 年が+0.1%ポイント上方修正、2024 年は横ばいである。

インフレ加速が見られず、手前のコア PCE デフレーターが下がっている中で現状維持を決めたというのは一定の理がある。だが、それにしても成長率の上振れ幅は大きいため、「本当に利上げしなくて良か

ったのか」という記者の思いも理解できるし、筆者もどちらかと言えば、その印象を抱く。

利下げ議論はいつ始まりそうか？

注目されたメンバーの政策

金利見通し（ドットチャート、

図）については年末中央値に関

し、2023 年末についてあと 1

回（+25bp）の利上げを見込む

メンバーが大勢（19 名中 12 名）

であることは重要な情報とし

ても、2024 年末の中央値が

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

FOMC Date	2023	2024	2025	2026	Longer run
Mar-22	2.625%	2.625%	n.a.	n.a.	2.250%
Jun-22	3.750%	3.375%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-22	4.625%	3.875%	2.875%	n.a.	2.500%
Dec-22	5.125%	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	5.125%	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	5.625%	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.625%	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%

（資料）FRB

4.6%から 5.1%に引き上げられたことをタカ派的と騒ぐのは適切ではない。ドットチャートを一瞥すれば分かるように、2024 年末に関する予想中央値の幅は 4.6%から 5.1%まで散っており、2～3 回程度の利下げ予想に厚みがある構図はそれほど市場予想と乖離したものではあるまい。敢えて 6 月対比の議論をするとしても「利下げ時期がやや遅れそう」程度の話で、その確度も相当危ういように見受けられる。

仮にドットチャートが示す通り、3 回利下げが正しいとしても、断続的な利下げならば 6・9・12 月の SEP 改定に合わせるか、9・11・12 月の年内最後の 3 会合に合わせるかといった展開が考えられ、「最短で 6 月以降」程度の認識が導かれる。2024 年前半から連続的な利下げを確信していた向きはそもそも多くないであろうから、2024 年末の中央値引き上げはむしろ市場予想に近づいたという印象が強い。現実的には大統領選挙直前に利下げ議論が始まり、その着手が始まるという可能性は高くないと本欄では考えており、しばらくの現状維持を経て 2024 年 10～12 月期以降の議論着手を想定したい。

「利下げの当然視」は再び危うい

為替市場の観点からは、FRB が利上げを停めて、「次の一手」が利下げだと言明するまで円安相場の反転が難しいと言わざるを得ない。常々論じているように、筆者は円安の底流にはあくまで基礎的需給環境があると考えるが、日米金利差とドル/円相場の関係性が安定していることも認めている（巷の議論は金利差に傾斜し過ぎているという立場だ）。ヘッドライン上の CPI や PCE デフレーターはピークアウトしているものの、それが利下げを正当化するに至るまで、かなり時間を要しそうである。上で見た 2024 年の利下げ予想の確度も決して高いとは言えない。というのも、パウエル議長の会見を見る限り、米国経済堅調の理由がどこにあるのかは FRB 自身、良く分かっていないように見えた。過剰貯蓄が依然として残っていること（≒貯蓄率に低下余地があること）、米国経済にとってふさわしい中立金利自体が押し上げられていること、家計・企業のバランスシートが健全であることなど、会見では様々な仮説に言及があったものの、「十分引き締めの状況かどうかはそこに到達して初めて分かる」と述べている。見通せる将来において利下げを確信できる材料があるわけではない。

2022 年末から 2023 年初頭にかけて円高見通しが支配的になった経緯を思い返すべきだろう。当時から為替市場では「2023 年は利下げの年」という前提で円高見通しが一色だった。当の FRB が米国経済堅調の理由を上手く説明できない状況で「2024 年こそ利下げの年」という決めつけは危ういと言わざるを得ない。為替市場の観点からは米金利は高止まり、需給環境では円売り超過という状況が少なくとも

2024 年上期までは続くという想定の下、本欄で想定してきた円安ピークアウトの時期を 2024 年 1～3 月期から 2024 年 4～6 月期に後ろ倒しにすることにした。

《メインシナリオへのリスク点検～依然不安視される「円から外貨」～》

「貯蓄から投資」の胎動

9 月は 4～6 月期の日銀資金循環統計が公表されている。「資産運用立国」の旗印の下、政府・与党が「貯蓄から投資」を後押しする報道が連日続いているが、その進捗度を測る目安になるのが資金循環統計であり、政策運営上の注目度は今後増してくるだろう。以下の表は家計金融資産に関し、2022 年 12 月末から 2023 年 6 月末の半年間の変化を見たものである。

本邦家計部門の金融資産構成 (2023年6月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,114.9	100.0
外貨性	74.1	3.5
外貨預金	6.6	0.3
対外証券投資	26.0	1.2
投資信託	41.5	2.0
円貨性	2,040.8	96.5
現預金(外貨預金を除く)	1,110.8	52.5
国債等	27.5	1.3
株式・出資金	267.7	12.7
投資信託(外貨部分を除く)	64.4	3.0
保険・年金準備金	537.9	25.4
預け金など	32.4	1.5

本邦家計部門の金融資産構成 (2022年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,037.5	100.0
外貨性	64.4	3.2
外貨預金	6.4	0.3
対外証券投資	22.7	1.1
投資信託	35.2	1.7
円貨性	1,973.1	96.8
現預金(外貨預金を除く)	1,109.9	54.5
国債等	25.6	1.3
株式・出資金	213.5	10.5
投資信託(外貨部分を除く)	56.6	2.8
保険・年金準備金	532.8	26.1
預け金など	34.8	1.7

2022年12月末から2023年6月末にかけての変化

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	77.4	
外貨性	9.7	0.3
外貨預金	0.2	▲ 0.0
対外証券投資	3.3	0.1
投資信託	6.2	0.2
円貨性	67.7	▲ 0.3
現預金(外貨預金を除く)	1.0	▲ 1.9
国債等	1.9	0.0
株式・出資金	54.2	2.2
投資信託(外貨部分を除く)	7.8	0.3
保険・年金準備金	5.1	▲ 0.7
預け金など	▲ 2.4	▲ 0.2

(資料) 日本銀行「資金循環統計」から試算。

約 2115 兆円にのぼる家計金融資産のうち、依然として円貨性資産が約 97% (2041 兆円) を占め、そのうち円貨性の現預金が約 53% (1111 兆円) である。日本の家計部門の運用傾向が保守的であるという状況は未だ健在と言って良い。だが、保守的傾向の中にも変化の胎動が見られないこともない。例えば春先以降の株高を背景として株式・出資金が 12.7% まで上昇している。金融バブルと言われた 2006 年 1～3 月期につけた



過去最高値 (12.9%) に肉薄する水準であり、近々にピークを更新するかどうかは注目されるだろう (図)。また、筆者試算によれば、外貨性資産についても 3.2% から 3.5% へ +0.3% ポイントと微増している。しかし、金額にして約 10 兆円の増加は今の日本の為替需給を思えば小さいとは言えない。ちなみに、2000 年 1～3 月期の外貨性資産の比率は 0.9% だったので、過去 20 年余りで比率が 4 倍になったことになる (金額で言うと外貨性資産が約 61 兆円増えた計算になる)。徐々に、しかし確実に「貯蓄から投資」は「円から外貨」という形では進んでいることは知っておきたい。

外貨預金金利の引き上げ報道が持つ意味

なお、9月には本邦大手行の一角において米ドル定期預金の金利が0.01%から5.3%へ引き上げられるという事実が大々的に報じられた。既にネット銀行では大分前から5%台での提供は始まっているし、条件によっては10%に迫る米ドル定期預金も販売されているため、金融商品に土地勘のある向きからすれば「今までの異様に低かっただけ」という感想が殆どだろう。しかし、資金循環統計の趨勢を握るのはあくまでネットリテラシーが決して高くはない高齢者層であることを踏まえると、そうした層にリーチするだろう大手行でも金利引き上げが大々的に報じられたことの意味は侮れない。若年層であればスマホ片手に外貨を買うであろうが、そうした層の投資行動が資金循環統計の比率に反映されるのはまだ相当先だろう。それよりも窓口で手数料を払って外貨を購入していた世代の行動が変わる方が、日本の資金循環、ひいては円相場への動きに影響を与えやすいはずである。過去の本欄でも繰り返し論じてきたように、日本人は国際分散投資という理論的な王道を説くよりも、新聞・雑誌・テレビ等のメディアに扇動される中で「皆がやっているからやっている」という雰囲気があってこそ初めて動くと思われる。

この点、変動為替相場制への移行後、これほど長きにわたって円安に伴う「負の側面」がクローズアップされたことはなく、「何もしないことのリスク」は体感するところになっているはずだ。現実問題としてガソリンを筆頭とする日用品の価格が上がっているのは円安と資源高が併発した結果であり、名目賃金が物価高を相殺するほど上昇しないと見切った向きは資産運用によってカバーするという発想を持つだろう。契約通貨建ての輸入物価指数は変化率で見れば落ち着いているが、水準としては短期間にかなり高い水準へ引き上げられたままだ。現状はこうした輸入物価の高止まりが、少しずつではあるが日常生活に浸透してきている局面と思われる。最近になって政府・与党が執拗に資産運用の必要性を説く背景には名目賃金上昇に限界を覚える中、「ある程度、自分で何とかして欲しい」という思惑も透ける。

依然最大のリスクは「家計の円売り」

色々な考え方はあるものの、「弱い円」のリスクは外貨を買うことである程度ヘッジできることは事実である。これは「投資」であると同時に「防衛」であり、自己資産に危機感を覚えて初めて日本人が「貯蓄」一辺倒の状況を修正するという展開である。巨額の金融資産を抱える高齢者層が防衛意識に目覚めた時、約1100兆円の現預金が相応に動くことになる。仮に外貨建て資産へのシフトが5%ならば約55兆円、10%なら約110兆円の円売りになる。年間10兆円強の経常黒字しか持たない（しかも恐らくその殆どが円に回帰してこない）日本からすれば、極めて大きな資金移動であり、円相場の急落を促す可能性は十分考えられる。少なくとも152円まで肉薄した2022年はそのような「日本人の円売り」は起きていなかった。近い将来、160円や170円に行くと主張するつもりはない。しかし、巨大な円売り余地が家計部門に埋め込まれているのは事実であり、将来的にそのような水準に至る可能性は十分秘めていると考えるべきだろう。かねて述べているように、日本経済が抱える最大のリスクは「家計の円売り」であり、それが現実化した場合のインフレ状況は現在の比ではないだろう。そうなった場合、通貨・金融政策で抑止するのは相当に難渋するはずである。

◆ ユーロ相場の見通し～スタグフレーションは本当に避けられるのか～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～》

矜持を見せた ECB

9月のECB政策理事会は史上初の10回連続の利上げを決定した。これにより預金ファシリティ金利は4.00%へ、主要リファイナンスオペ(MRO)金利は4.50%へ、限界貸出ファシリティ金利は4.75%引き上げられ、預金ファシリティ金利については過去最高水準になる。後述する通り、利上げと共に

ECBのスタッフ見通し(2023年9月)

(%)

	2023	2024	2025
消費者物価上昇率(HICP)	5.6	3.2	2.1
(前回:2023年6月)	5.4	3	2.2
コアHICP	5.1	2.9	2.2
(前回:2023年6月)	5.1	3	2.3
実質GDP	0.7	1	1.5
(前回:2023年6月)	0.9	1.5	1.6

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2023-25年にかけて1.09。

※コアはエネルギー・食品を除く

「事実上の利上げ停止宣言」が付されており、今後は本当に停止できるか否かが問われるだろう。筆者はユーロ圏の経済・金融情勢を踏まえれば、今回の会合は利上げ見送りの公算が大きいと予想していた。より厳密に言えば、中銀としては利上げを選ぶ方が正しそうだが、7月声明文でハト派色を強めたことや、9月に予想されたスタッフ見通しのインフレ下方修正などを考慮すれば、利上げ見送りがロジカルな対応になると予想していた。今回、スタッフ見通しにおけるユーロ圏消費者物価指数(HICP)見通しは総合ベースこそ2023～2024年に渡って上方修正されたものの、コアベースでは2023年は横ばいのほか、2024年も2025年も下方修正されているし、実質GDP成長率に関して言えば、全期間にわたって引き下げられている(図)。こうした数字を元に利上げを見送ることは説明可能であったようにも思われる。

それでも利上げに踏み込んだのは、総合ベースのHICPが引き上げられたことや、その背景にある原油価格上昇が将来的なアップサイドリスクとしてみなされたことなどが依然として逼迫していることが材料視されたものと思われる。実際、ラガルドECB総裁の会見でも「エネルギーや食料のコストに関する潜在的な再上昇のリスク(potential renewed upward pressures on the costs of energy and food)」が言明されている。政策決定自体は筆者の予想に反するものであったが、政策運営それ自体はインフレファイターとしての矜持を見せたものと言える。しかし、後述するように、半ば停止を宣言したことで、今後の注目は「本当に利上げせずに済むのか」という点に移ってきてしまうのではないか。

事実上のターミナルレート到達宣言

筆者の予想では利上げを見送る代わりにパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した資産の再投資停止が2024年末から前倒しされることでタカ派とハト派のバランスがとられるのではないかと考えていた。だが、ラガルド総裁は会見でPEPP再投資に関する議論は全くなかったことを明らかにしている。さらに、記者からは拡大資産購入プログラム(APP)で購入し、既に再投資が停止されている資産について売却(outright sales)を検討しないのかとの質問もあったが、ラガルド総裁はこれも否定している。あくまで主たる手段(the key tool)は金利操作であって、今会合もその議論に終始した模様である。一方、その政策金利に関しては声明文に以下のような文言が挿入され、これが実質的にタカ派とハト派の勢力を均衡させる balanサーになっていると考えられる。同時に、これが今回の政策理事会の要

諦であり、今次利上げ局面の節目を示す一文として重要と考えるべきだろう：

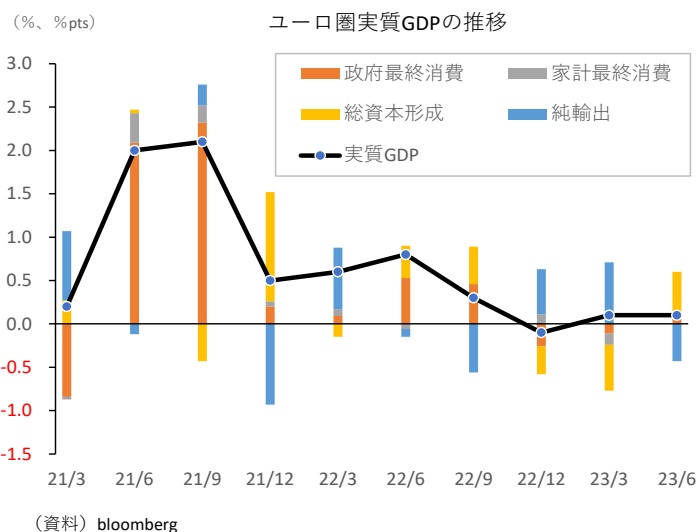
- **Based on its current assessment, the Governing Council considers that the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target.**

「インフレ目標回帰に多大なる貢献をすると考えられる水準に政策金利が到達し、それが十分長期間維持された」という文面は素直に読めばターミナルレート到達を宣言しており、「事実上の利上げ停止宣言」にも読める。筆者も9月会合に関しては「もし利上げするならば9月がラストチャンス」と指摘していたが、ラストチャンスと考えるからこそ1回打ち込んだというECBの心境が透ける。会見でも上記の文言に関するやりとりは多く、ラガルド総裁自身、この文章を「the critical one（決定的なもの）」と表現している。ラガルド総裁は、この文章には「十分引き締めの水準 (a sufficiently restrictive level)」と「十分長い期間 (a sufficiently long duration)」という2つの要素が含まれており、今や焦点は水準ではなく期間の方に移っていると述べた。もちろん、不確実性が残ることから「ピークに達したとは言えない (we can't say that now we are at that peak)」とけん制するが、この文言を抱えながら追加利上げをするには、天然ガス価格や雇用・賃金情勢の再加速など大きな想定外の事態が必要になるだろう。

なお、「政策金利水準を十分長い期間据え置く」ことの重要性を認めつつ、今後の政策運営に関するデータ依存 (data dependency) も声明文には明記されているため、「データが弱くなっても金利を据え置くつもりか。それは矛盾していないか」という指摘もあった。ラガルド総裁はあくまで「毎会合、新しいデータをもって政策金利が十分引き締めのかどうか、どの程度維持すべきかを判断するという意味なので矛盾していない」と回答し、利下げについては情報発信すらしていないと一蹴している。今回挿入された上述の文章はあくまで今次利上げ局面に関する考え方を示すものであり、利下げが検討されるような局面になれば、また別のガイダンスを用意するというのがECBの基本姿勢なのだと考えられる。

スタグフレーションは本当に避けられるのか

筆者は今回の利上げ停止とも言えるような情報発信は踏み込み過ぎではないかと懸念する。ユーロ圏経済の現状と展望を踏まえれば、確かに「背水の利上げ」であり、ECBの目論見通りならば、これで打ち止めとなる公算は大きい。外需依存度が大きいユーロ圏にとって、中国およびロシアといった大国の不調は明らかに足枷であり、直近4〜6月期も純輸出が全体を押し下げる構図となっている (図)。この逆風は当面続くものだろう。2000年代前半、東西統合のコストに苦しんだドイツは「欧州の病人」と呼ばれた暗黒時代にあったが、現



在はその再来という見方も浮上し¹、今後、ユーロ圏がドイツ主導でデysinフレ圧力に晒されるとい
う予想は相応に説得力を持つ。今回、ECB が日米欧三極で大きく劣後する域内の実体経済を前にしながら
も利上げに踏み切ったのは「景気鈍化に応じてインフレ鈍化が実現する保証はない」と判断したから
だろう。それ自体は真つ当な判断である。

ECB はこれまで問題視してきた域内企業の価格設定行動（マージンを必要以上に厚くする行為）や、
これに呼応して高い賃金上げ率を要求する労働組合という状況、ラガルド総裁の言葉を借りれば「tit-for-
tat（しっぺ返し）」型とも言えるインフレ状況は徐々に収束していると分析している（会見では雇用や企
業利益の増加ペースについて鈍化の兆しが指摘されていた）。だが、それらは予想であってまだ確実視で
きるものではない。実際、労働組合の妥結賃金は当初想定よりも大分上振れてきた経緯がある。今後はそ
うではないと断言できるだけの材料は乏しい。事実上の利上げ停止を宣言したものの、例えばコア HICP
の再加速などが確認された場合、「やはりインフレを抑制する必要がある」という問題意識は芽生えない
だろうか。そうなれば利上げ路線へと戻る可能性がないわけではなく、満を持して挿入した今回のガイ
ダンスが形骸化する恐れもある。もう少し「状況に応じて利上げできる」という可能性は文面に残すべき
であつたようにも思われ、退路を断ちすぎているように感じられた。

9 月決定直後、為替市場では利上げ打ち止めが材料視されユーロ売りが進んだ。恐らく利上げに伴うユ
ーロ圏経済の停滞を見越して「インフレ低下→利上げ不要」という連想も働いているだろう。だが、金利
高止まりに応じて不況に入り、素直に金利・物価の騰勢が落ち着いてくれるのはむしろ今の ECB にとっ
て望むシナリオである。そうはならず、不況には入るが金利・物価の騰勢も持続してしまうというスタグ
フレーションに近いリスクシナリオを回避できるのかどうかが目下、ECB の直面する最大の課題である。

《ユーロ圏経済とユーロ相場の現状と展望～「欧州の病人」は戻って来たのか～》

「戻って来た病人（the sick man returns）」

8 月の英 The Economist 誌は『Is Germany once again the sick man of Europe?（ドイツは再び欧州
の病人なのか？）』と題し、メルケル前政権発足以降の 16 年間を通して 1 人勝ちが批判されていたドイ
ツが一転して域内の落第生になりつつあることを論評した。その後、様々なメディアが類似報道に傾い
ており、過去にユーロ圏やドイツを分析した著書を上梓している経緯もあって、筆者に対する照会にも
わかに増えている。ドイツの政治・経済に関する問題意識はとても 1 回の本欄で語りきれものではな
いが、今回は簡単にドイツ経済の現在地を整理しておきたいと思う。客観的に見て、「戻って来た病人（the
sick man returns）」と言われても仕方ない状況は確かに浮上している。

¹ The Economist 『Is Germany once again the sick man of Europe?』 August 19th 2023

そもそも「欧州の病人 (the sick man of Europe)」というフレーズは EU 経済の変遷を考える上で節目となってきたフレーズであり、実は過去にはドイツだけではなくイタリアや EU 本体にも向けられてきた。この辺りの議論は 2021 年刊行の拙著『アフター・メルケル 「最強」の次にあるもの (日本経済新聞出版)』が詳しいが、東西ドイツ

欧州そしてドイツを巡るイメージの変遷: The Economist誌より

Date	Title	対象
1999/6/3	The sick man of the euro (欧州の病人)	ドイツ
2003/12/18	Sick man walking (歩く欧州の病人)	ドイツ
2004/11/17	Germany on the mend (快方に向かう欧州の病人)	ドイツ
2005/5/19	The real sick man of Europe (欧州の本当の病人)	イタリア
2007/4/12	A new sick man of Europe (欧州の新しい病人)	EU
2007/7/25	Sick man no more (もはや病人ではない)	ドイツ
2010/3/11	Europe's engine (欧州のエンジン)	ドイツ
2013/6/13	Europe's reluctant hegemon (欧州の不本意な覇権国)	ドイツ
2023/8/17	Is Germany once again the sick man of Europe? (ドイツは再び欧州の病人なのか?)	ドイツ

(資料) The Economist

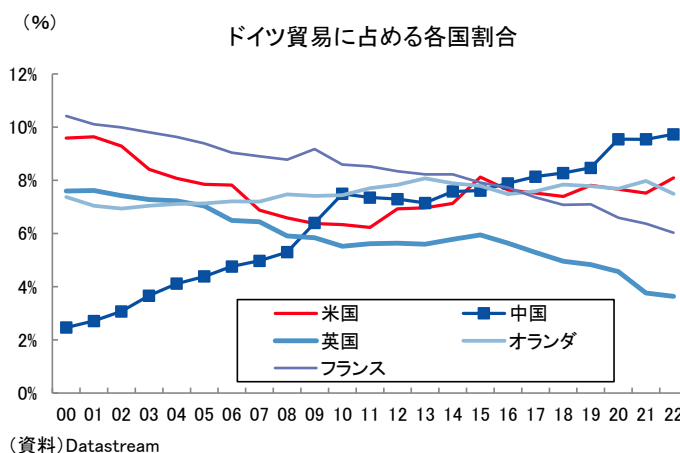
統合のコスト (具体的には財政赤字拡大、高インフレ、高金利) に喘いだ 1990 年代後半から 2000 年代前半、英 The Economist 誌は「The sick man of the euro」というフレーズでドイツを揶揄した。その後、シュレーダー政権における労働市場改革を経た単位労働コストの低下、単一通貨ユーロを背景とするドイツ輸出の加速などを背景に病人は快方へ向かい、欧州債務危機が概ね終息した 2013 年以降、「勝ち過ぎ」が問題視されるまでに至った。厳密には 2009～2013 年頃まで続いた欧州債務危機はドイツ以外の国を弱くしたが、ドイツは政治・経済的に権勢を強めたとさえ言える状況だった。

やがて「勝ち過ぎ」を背景とする自分勝手な振る舞いは中途半端な覇権国として周辺に厄介をまき散らす存在だと指差されるようになった。例えば、メルケル政権下の中国やロシアへの高い依存度はユーロ圏にとってリスクだという指摘は常にあったが、これが修正されることは無かった。2015 年 9 月、メルケル政権が突然国境を開いて難民の無制限受け入れに踏み切った際も通り道となるその他加盟国は大変な影響を強いられた。ドイツはいち加盟国として振る舞うには強過ぎるが、他の加盟国に原理・原則を説いて強いるほどには強くない。その状況を指して「半覇権国 (half-hegemony)」ないし「準覇権国 (semi-hegemony)」と皮肉ったフレーズも生まれた。

しかし、主に地政学リスクの顕現化を理由にドイツの病人化が再び争点化している。ドイツの不調を引きずったままユーロ圏が本格的に復調するのは難しいため、「戻って来た病人 (the sick man returns)」の容態は必然的に ECB の金融政策運営ひいてはユーロ相場全体の動きにとっては重要な論点となる。

中国とロシアに賭け過ぎたメルケル

上述の拙著でも論じた点だが、メルケル政権下でドイツ経済が繁栄を謳歌した要因は複数ある。その 1 つに地政学リスクを度外視した経済外交があったのは論を待たない。資源の調達先としてはロシア、主要な輸出先としては中国に大きなウェイトを置いたことがドイツ経済の好調をけん引した。とりわけ中国向け輸出のシェアはメルケル時代の 16 年間で (2005 年から 2021 年) で 2.5 倍程度 (約

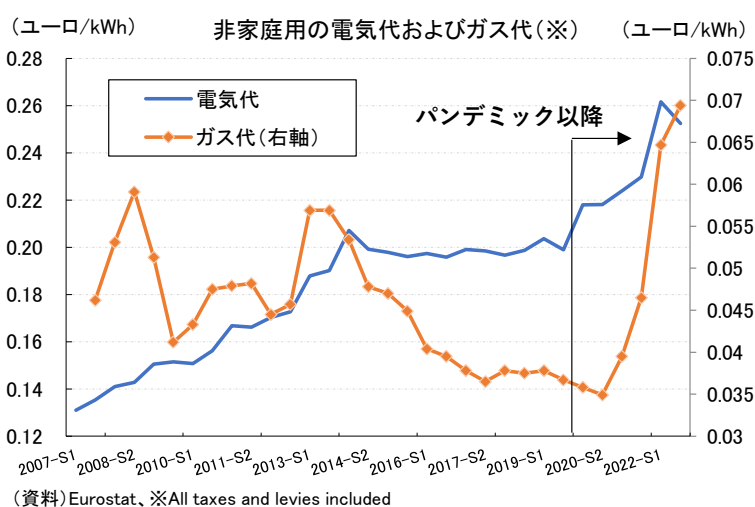


4%→約 10%) に拡大している。貿易総額（輸出+輸入）で見た場合も 2 倍程度（約 5%→約 10%）になっており（前頁図）、ドイツ高級車の 3 台に 1 台が中国で販売されるような状況に至った。これこそ媚中外交とも揶揄されたメルケル外交の最大の成果である。シュルツ独首相は昨年 6 月時点のダボス会議で「ドイツは今サプライチェーンと輸出市場を急いで分散化する必要がある」、「ビジネススクールで最初に学ぶこと、つまり全ての卵を 1 つのかごに盛ってはならないという鉄則に反していたことが多々あった」と話し、暗にメルケル政権が「中国とロシアにベットし過ぎた」ことについて批判と後悔を吐露している。輸出先と資源調達先という実体経済にとって非常に重要な「卵」を地政学リスクの高い国・地域という 1 つの「かご」に盛っていたところ、その「卵」が今、軒並み割れてしまったという状況になる。

「自ら選んだ道」でもあるエネルギー不安

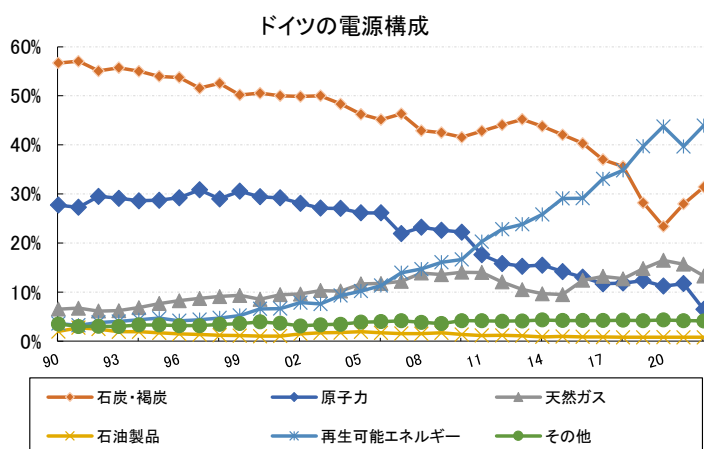
脱ロシアを図ることで資源調達環境が大変な苦境に陥っているのは既報の通りだ。ロシアのウクライナ侵攻を境としてドイツでは家庭用・産業用の電気代・ガス代が膨れ上がっており、2023 年以降、政府が上限制限を設けるに至っている（2024 年 4 月まで続けられる予定）。次頁図はドイツにおける非家庭用（産業用など）の電気代やガス代の推移を見たものだ。パンデミック以降、電気代は 1.3 倍、ガス代は 2.0 倍に膨れ上がっている。もちろん、見る指標によってはさらに騰勢が強いケースもあるが、ドイツ経済が強烈な光熱費高騰に直面しているのは厳然たる事実である。これは家庭用の電気代・ガス代でも同じイメージになる。なお、光熱費高騰はパンデミックやウクライナ侵攻に伴う供給制約の強まりだけではなく、ドイツが「自ら選んだ道」でもある。今年 4 月 15 日、メルケル政権で掲げられた脱原発方針に基づき、最後の 3 基が稼働停止に至った。2011 年 3 月の福島第一原発事故の直後、メルケル前首相が突然宣言した脱原発方針が本人不在の今、実現した格好である。ドイツの電源構成に占める原子力発電の割合は 2000 年の 30% 弱から 2022 年には 6% 強まで落ち込んでいる。同じ期間に再生可能エネルギーは 2000 年の 6% 強から 2022 年には 46% 強まで拡大している。再生エネルギー法改正を経てドイツは「2030 年までに電力消費量の 80% を自然エネルギーで供給し、さらに 2035 年までに国全体の電力を完全に脱炭素化する」という目標に邁進中であり、数字上はこれが進んでいるということになる。しかし、その代償が「戻って来た病人」ではないのかというのが現状である。

ちなみに、原子力発電の割合は前年（2021 年）には 12% 弱あったので、1 年で半減させたことになる。もちろん、脱原発を主張する立場から見れば「6% 強まで落としても経済が回っていた」という見方は可能かもしれない。しかし、エネルギー供給の危うさが懸念される戦時下において再生可能エネルギーという必ずしも供給が安定しない電源への依存度を取って高めた結果が、今のドイツ経済の惨状を招いた部分もある。再生可能エネルギーは当該国の気候・地形に大きく左右される以上、戦時下で主たる電源として運用するのは一種の賭けであったはずだ。今回、その賭けが（一応は）大事に至らずに済んだのは、



2022～23年の冬が暖冬だったからに他ならない。仮に、暖冬ではなく例年通りの冬が来ていたらどうなっていたのか。計画停電など実質的にはロックダウンと同様の経済効果をもたらすような措置が取られていたかもしれない。それでも2023年4月、ドイツは原発の完全停止を決断しただろうか。

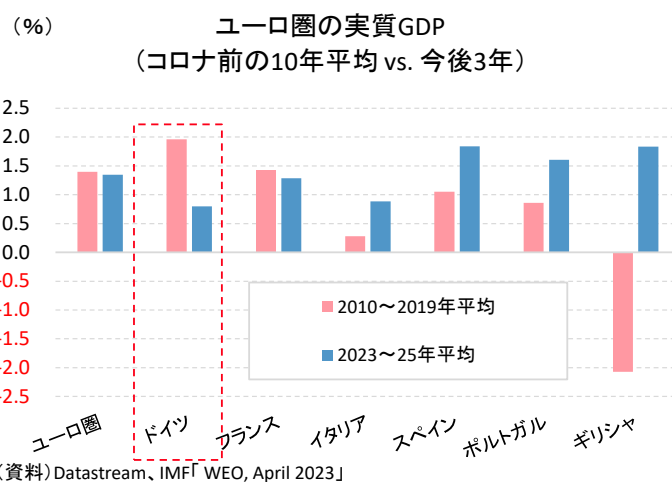
暖冬ではないかもしれない今年の冬、原発抜きでどれほど実体経済が耐えられるかどうかは注目したい。仮に資源価格の高止まりがリセッションを招いた場合、それを「耐えられた」というかは議論があるはずだ。ドイツ経済が「これまでよりも高価で不安定なエネルギー」に依存しなければならない背景には、ロシアやウクライナ、そして中国を巡る地政学リスクの急速な台頭は当然大きい。その状況をドイツの自力で覆すことは難しい。しかし、「これまでよりも高価で不安定なエネルギー」はある程度、「自ら選んだ道」であることも押さえておくべき事実である。



(資料) macrobond

「高いコストを強いられ、最大のお得意先を失った」という状況

中国への輸出が鈍化し、ロシアから天然ガスや石油を調達できなくなったことで、ドイツ経済のパフォーマンスが著しく悪化している。こうした状況を「病人の始まり」と見るべきか、「一過性の体調不良」と見るべきかは議論が分かれるが、見通せる将来においては前者の議論が優勢である。2023年について言えば、唯一、G7でリセッションがメインシナリオに据え置かれている（IMF 世界経済見通し）。より長い目で見てもドイツ経済の変調は明らかだ。例えば実質 GDP 成長率に関し、パンデミック直前の10年間（2010～2019年）の平均と今後3



(資料) Datastream, IMF WEO, April 2023

年間（2023～25年）の平均を比較してみると、前者で1番高いのがドイツ、後者で1番低いのもドイツになる。凋落という表現はあながち間違いではない。これが地政学リスクを受けた過渡期ゆえの一過性の現象なのか、それとも相応の持続性を伴う現象なのか。ロシアからの資源調達も、中国への輸出も、近い将来に元の姿に戻ることは難しいと思われ、ドイツからすれば高い資源価格を前提に自国の商品を中国以外の新規市場に売り込まなければならない状況が続くはずだ。ラフに言えば「高いコストを強いられ、最大のお得意先を失った」という状況が続く結果、成長率の押し下げは必然の帰結である。

もちろん、対応策は打たれ始めており、EUはロシアの代替供給源として米国は元より、カタール産のガスに狙いを定めている。ドイツもカタールと2022年5月にエネルギー協力に関するパートナーシップ協定に合意し、液化天然ガス（LNG）に関する貿易関係を発展させることを目指している。だが、天然

ガスの完全な脱ロシア化は 2024 年 4 月まで時間を要すると言われている上、そもそもロシアからパイプライン経由で調達していた天然ガスは安価であったという事情もある。「量」の面で他国・地域からの調達が間に合ったとしても、「価格」の面で資源調達環境が正常化するわけではない。現在は過渡期に違いないだろうが、「どこまで戻るのか」という点については相当、不透明感が色濃いと言わざるを得ない。

ある程度は「自ら選んだ道」である以上、これを修正するつもりがあるのかどうかも今後のドイツを展望する上で重要になる。ちなみに 4 月に原発 3 基が停止する直前、ドイツ世論調査では半数がその決断を「間違っている」と回答していた。国民は選んだ道を修正したがついているというのが現状にも見受けられる。それは病人ゆえの心境の変化だろう。シュルツ政権（もしくはその次の政権）はこの意を汲んで動くだろうか。今回はドイツが「病人」と呼ばれている現状を整理・提示するにとどめるが、次回以降、ドイツ経済が抱え始めている問題点やその解決策などに関し掘り下げていきたい。

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。