

中期為替相場見通し

2023 年 10 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～150 円台復帰の背景はどこに～

円相場の基礎的需給環境について～起きるべくして起きた 23 年の円安～	P.3
日本経済の現状と展望について～経済の構造変化を映じるサービス収支～	P.5
日銀金融政策の現状と展望について～「名実ともに YCC 撤廃」は 24 年に～	P.9
米国金融政策の現状と展望について～円高リスク孕む米金利急騰～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～円安を延命させる中東リスク、消えた「リスクオフの円買い」～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～ハト派に急旋回する ECB～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～なぜ ECB は QT を加速できないのか～	P.14
ユーロ相場の現状と展望～再び直面する天然ガスリスク～	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

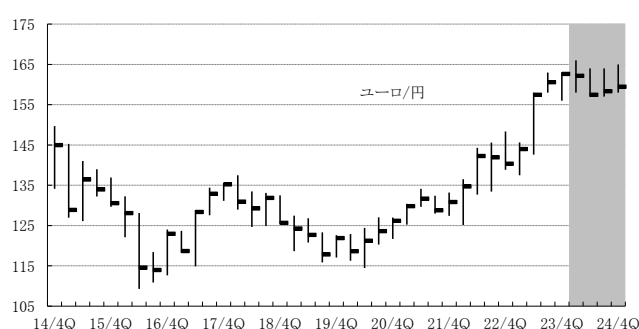
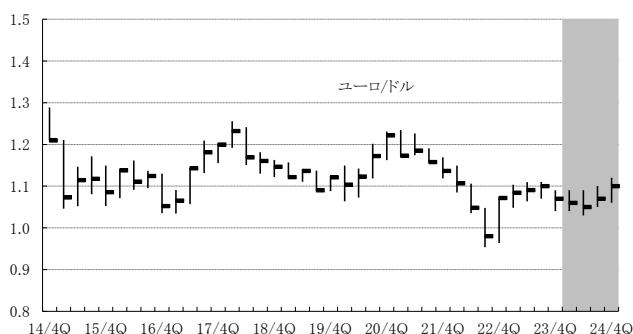
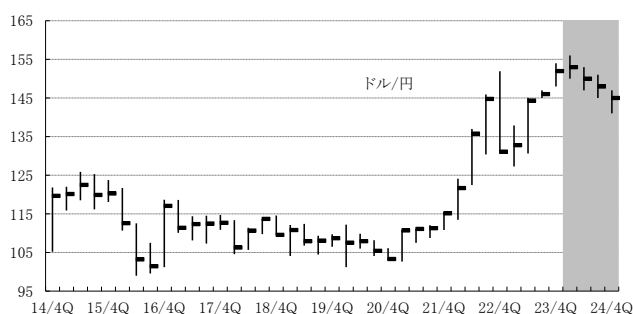
10月のドル/円相場は遂に150円台を超え年初来高値を更新する動きがみられた。主に米金利の続伸を受けた動きであり、これは米経済の驚異的な底堅さに裏付けられている。見通せる将来において米経済が急失速する展開は考えづらく、その好調さが米金利の高止まりに繋がる構図は当面続いてしまいそうに見える。こうした状況は基本的に円安相場を支えるはずだが、今年3月に直面したような米金利上昇に起因するシステミックリスクまで見込めば、大きな円高リスクにも読み替えられる。円安シナリオの死角があるとすれば、その点だろう。だが、裏を返せば、そこまで極端な展開を想定しなければ円高が見込めない状況でもあり、今次円安局面の根深さを感じ入る。本欄で重視する円の需給環境に目を移せば、23年1～9月合計の貿易収支は▲7.9兆円に達し、史上4位の貿易赤字を記録した12年(▲6.9兆円)を超え、あと3か月で13年の貿易赤字(▲11.5兆円)に肉薄する展開も視野に入る。日本の貿易赤字が暦年で▲10兆円を超えたことは歴史的に3回(13年、14年、22年)しかなく、いずれの年も円は対ドルで▲10%以上、下落した。こうした「史実」から得られるイメージでは、やはり今年の円安は起きるべくして起きたと筆者は考えている。金利に限らず、需給も当面の円安に寄与するだろう。

片や、10月のユーロ相場は月初めこそ年初来安値の更新がみられたものの、その後は反発している。ECBは景気鈍化とインフレ高進を天秤にかけた上で前者を重く見る政策運営に軸足を置き始めており、10月の政策理事会を境に利上げは停止路線に入ったと考えられる。本欄では予測期間中、FRBよりも相対的なタカ派姿勢を維持するECBの影響もあって、欧米金利差縮小の観点からユーロ/ドル相場は堅調が続くと考えてきた。だが、最近のECBの姿勢転換を踏まえれば、ユーロ相場見通しは下方修正を検討せざるを得ない。また、本欄ではユーロ相場にとって最大のリスクは天然ガス価格上昇だと述べてきた。こうしたリスクは10月に入り、やや現実味を帯び始めている。中東リスク勃発に加え、10月は北欧の天然ガスパイプラインが破損・稼働停止に至るという事案も重なり、天然ガス価格が若干強含み始めた。現状、EUの抱える天然ガス備蓄量は十分であり、昨年のようなエネルギー危機を現時点で懸念する必要はない。しかし、市場心理の悪化が天然ガス価格を押し上げている以上、これが高止まりする限りドイツを筆頭とする域内の貿易収支は悪化し、それ自体はユーロ安を正当化する。金利、需給の両面からユーロ相場が足枷をはめられる状況になってきたように見受けられる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1～10月(実績)	11～12月	2024年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	127.22 ～ 150.78 (149.41)	148 ～ 154 (152)	150 ～ 156 (153)	147 ～ 153 (150)	145 ～ 151 (148)	141 ～ 147 (145)
ユーロ/ドル	1.0448 ～ 1.1276 (1.0612)	1.04 ～ 1.09 (1.07)	1.04 ～ 1.09 (1.06)	1.03 ～ 1.09 (1.05)	1.05 ～ 1.10 (1.07)	1.06 ～ 1.12 (1.10)
ユーロ/円	137.45 ～ 159.90 (158.55)	156 ～ 163 (163)	158 ～ 166 (162)	157 ～ 164 (158)	157 ～ 164 (158)	158 ～ 165 (160)

(注) 1. 実績の欄は10月31日までで、カッコ内10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。

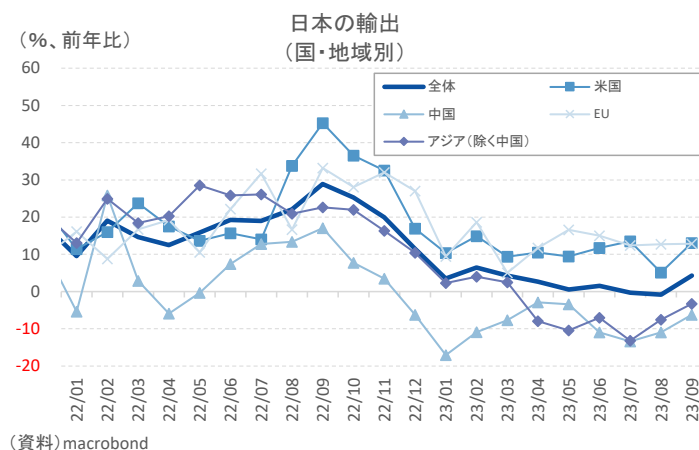
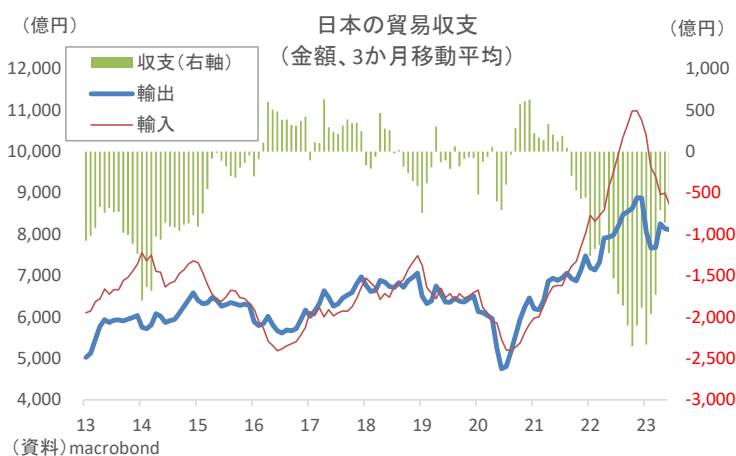


◆ ドル/円相場の見通し～150 円台復帰の背景はどこに～

《円相場の基礎的需給環境について～起きるべくして起きた 23 年の円安～》

危うい貿易収支改善傾向

10 月 19 日、財務省から発表された 2023 年 9 月の貿易収支は+624 億円と 3 か月ぶりの黒字を記録した。9 月分と共に明らかになった 2023 年度上期（4～9 月）で見ると▲2 兆 7183 億円の赤字だった。ヘッドラインでは円安と資源高により赤字が急拡大した 2022 年と比較した上で、その改善幅をクロズアップする論調が支配的であったが、2023 年初来の貿易赤字合計（1～9 月分）は▲7.9 兆円に達しており、後述するようにこれは歴史的に見ればかなり大きな水準である。これまで貿易収支改善に寄与してきた「円安と資源高の一服」は 8 月以降、様相が変わっており、今後 3～6 か月間のラグを伴いながら輸入金額を押し上げてくることが予想される。9 月単体で見れば、世界向け輸出が前年比+4.3%と 3 か月ぶりに増加へ転じたことが朗報ではあったが、中国向けは同▲6.2%と 10 か月連続で前年実績を割り込んでいる。日本の世界向け輸出で 2 割弱を占める中国向けに復調の兆しが見られない以上、輸出が継続的な増勢を維持するのは難しいと考えるべきだろう。9 月は米国向けの自動車輸出が同+34.0%と急増したことで世界向け輸出全体も引き上げられたが、持続性を伴う動きなのか判断は難しい。少なくとも、累次の利上げ効果が顕在化してくるだろう今後を思えば、米国の内需復調に賭けるようなシナリオは描きづらいと考えるのが普通だろう。筆者は貿易収支改善が持続性を伴うものだとはいっていない。



起きるべくして起きた 2023 年の円安

右表は 1973 年の変動相場制移行後に關し、日本の貿易赤字を大きい年から順に 5 つ並べたものだ。参考までに当該年の円の対ドル変化率も付けている（年末時点の前年比変化率としている）。「参考までに」というのは、為替予約のリーズ・ラグズを踏まえれば、当該年の貿易赤字と円相場の動きにストレートな関係が生じるとは限らないためだが、こうして並べてみると大きな違和感は覚えな

日本の貿易赤字（過去1～5位）とドル/円相場

	貿易収支 (兆円)	円の対ドル変化 率(前年比)	円の下 落率とし て...
2022年	-20.0	-13.9	6位
2014年	-12.8	-13.7	7位
2013年	-11.5	-21.4	2位
2012年	-6.9	-12.8	9位
2015年	-2.8	-0.4	22位
2023年(9月まで)	-7.9	-3.3	

（資料）財務省、Bloomberg、※73年以降を対象。

い。日本の貿易赤字が暦年で▲10兆円を超えたことは歴史的に3回しかない。2013年、2014年、そして2022年がそれに該当する。いずれの年も円は対ドルで▲10%以上下落した経緯がある（2013年は超円高からリフレ政策に転じる初年度であり、その反動も影響した）。なお、これら3年は原油高と円安を併発していた年でもあった。2013年は年間を通じて1バレル100ドルを超えていたし、2014年も中頃までは100ドルを超えていた。同時期はアベノミクスの名の下で黒田日銀が発足した直後であり、異次元緩和が市場で最も影響力を行使できていた時代でもある（2014年半ば以降はFRBの緩和終了とOPECの減産見送りが重なったことで原油価格は急落過程に入る）。2022年の原油高と円安は記憶に新しいところだ。非資源国である日本では『原油高と円安』を併発した年は貿易赤字と円安の悪循環が強まりやすくなるという極めて当然の事実が上述の3年から透けて見える。日本国内に生産拠点があり、円安が輸出数量を押し上げることができていた時代では、それによる貿易収支改善を期待することもできたため、そのような悪循環が問題視されなかったが、今やそうした経路に期待はできない。

2023年1～9月合計の貿易収支は既に▲7.9兆円に達しており、史上4位の貿易赤字を記録した2012年（▲6.9兆円）を超えている。残すところあと3か月で2013年の貿易赤字（▲11.5兆円）に肉薄する展開が予想される。以上のような「史実」から得られるイメージでは、やはり2023年の円安は需給面に照らせば起きるべくして起きたと考えるべきだろう。欧米のインフレが粘着性を伴い、それゆえに内外金利差が大きいことも当然円安のドライバーになっただろうが、需給の変化も無視はできない。

大きな貿易赤字は新常态という可能性も

なお、2014年半ば以降を振り返ると、原油高の反転に加え、チャイナショック（2015年）、ブレイグジットやトランプ米大統領誕生（2016年）などを背景に米国の利上げ路線が危ぶまれたことで円安・ドル高地合いも自然と終息過程に入ってしまった。今回はどうだろうか。原油価格は脱炭素機運が定着する中で供給制約から高止まりするという見方は根強い。いや、原油に限らず、世界経済は「中国やロシア抜きの世界」を前提にしなければならず、今までよりも「時間と金がかかる世界」にならざるを得ない。鉱物性燃料に限らず、日本の輸入する財価格は基本的に高いままという可能性もある。一方、輸出に目をやっても、対中輸出の減少はデリスキングの潮流を反映した恒常的な色合いを帯びそうではある。輸出入両面に課題を抱える以上、貿易収支の顕著な改善は見通せる将来にわたって難しいという可能性もある。

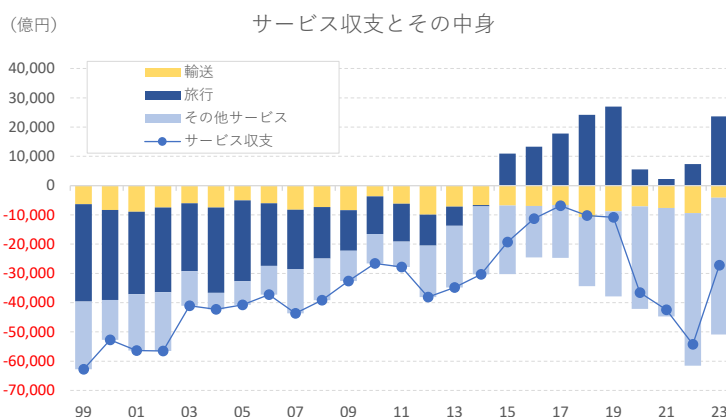
もちろん、FRBの利下げ転換などを受けて著しく円高になり、それが輸入金額を抑制する目もないわけではない。しかし、円高に戻ることができるのか。本欄では繰り返し論じているように、今やサービス収支赤字も年間▲5～6兆円を記録する時代になっており、増勢が見込まれる。虎の子の第一次所得収支黒字も筆者試算によれば約3分の1程度しか日本へ回帰してこない（過去の議論を参照にされたい）。その上で金融政策はマイナス金利まで採用している。金利・需給の2大ファンダメンタルズが円安を肯定する中、来たるFRBの利下げ転換だけでどこまで円高に戻せるのか。これほど大きな貿易サービス赤字を抱えたまま米国の利下げを迎えたことは日本の歴史上経験が無く、思ったより円高にならないという事態も十分考えられる。もちろん、FRB利下げに伴い、相応の円高は予想される。135～140円程度までは戻れるかもしれない。しかし、110円付近という今次円安局面が始まった水準まで戻れる保証はない。

「原油高と円安」という貿易赤字を抬げる組み合わせはもはや一過性のものではなく、国内外経済の現状と展望を踏まえると、1つの新常态になる可能性もある。それはドル/円相場の水準を切り上げる話として注視される話であろう。

《日本経済の現状と展望について～経済の構造変化を映じるサービス収支～》

サービス収支、新しい組替え

筆者は、サービス収支、とりわけその他サービス収支を中心に拡大している赤字を「新時代の赤字」と呼び、執拗な円安の遠因となっている可能性を議論してきた。この点は過去の本欄でも詳しく議論してきたため、参照にされたい。10月10日に財務省から公表された本邦8月国際収支統計を見ても、その他サービス収支赤字は8月に▲5229億円、1～8月合計では▲4兆6710億円と前年同期（▲3兆5670億円）から1兆円以上膨らんでいる。片や、インバウンド需要増大と共に注目される旅行



(資料) 日本銀行、※23年は8月まで。

収支は+2582億円と8月としては過去最大の黒字を記録し、1～8月合計では+2兆3656億円と前年同期(+1742億円)の13倍以上の黒字を記録している。旅行収支黒字の増大によって、サービス収支全体としては赤字が抑制された構図だが、その他サービス収支赤字の拡大傾向はやはり目に付く(図)。今後、日本の国際収支を分析する上では、貿易収支や第一次所得収支の動向に限らず、サービス収支の動向も詳細に追うことが、円相場の構造的な考察の要諦だと筆者は引き続き考えている。

この点、2023年8月10日公表の日銀レビュー『国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化』では、サービス収支を主題に近年の構造変化を議論しており、非常に興味深い切り口を示している。サービス収支にかかる取引はアウトライトの為替取引を伴うものが多いと推測され、ここで議論されることはそのまま「構造変化ゆえの円安長期化」の可能性を感じさせる。過去の本欄では近年拡大するその他サービス収支赤字の拡大についてデジタル・コンサルティング・研究開発の3つのキーワードでイメージを掴めると述べてきたが、日銀レビューではより精緻な分類でサービス収支全体の変化を捉えており、近年の構造変化をはっきり浮き彫りにしている。

具体的に日銀レビューではサービス収支を以下の5つの類型に分類した上で、組み替えている：

- ① モノの移動や生産活動に関係するもの(モノ関連収支)
- ② ヒトの移動や現地での消費活動に関係するもの(ヒト関連収支)
- ③ デジタルに関係するもの(デジタル関連収支)
- ④ 金融や保険に関係するもの(カネ関連収支)、
- ⑤ 上記以外(その他)

例えばサービス収支で話題になりやすいインバウンド関連の受払(要するに旅行収支)は②に、米巨大IT企業のプラットフォームサービスやインターネット広告取引などへの受払は③に計上される。なお、近年日本で業容を拡大し、売上を上げている外資系コンサルティング会社への支払も統計上、③に計上される(「専門・経営コンサルティングサービス」はインターネット広告やコンサルティング関連の受払

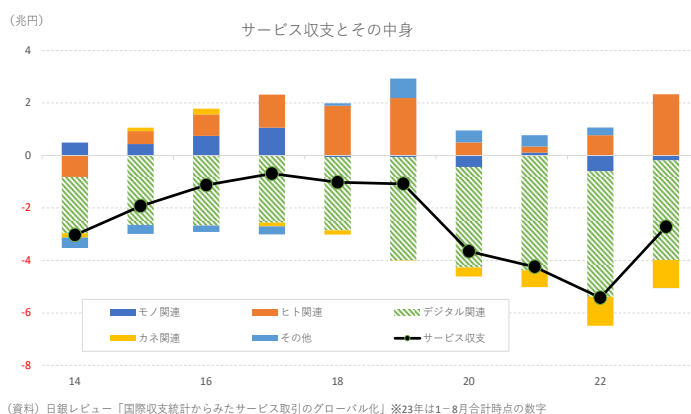
を計上するため)。なお、④は保険・年金サービスと金融サービスの合計だが、この赤字も近年拡大傾向にある。「その他サービス収支」として達観すると埋もれてしまうが、後述するように、カネ関連として切り出すと保険・年金サービスも「新時代の赤字」の一端をなしている。

結局、デジタル赤字はどれくらいなのか？

なお、「新時代の赤字」について議論を重ねる過程で「実際、デジタル関連の赤字に限定した場合、どれくらいのボリュームなのか」という照会を頂戴したことがある。そこで上記の日銀分類に倣ってサービス収支の組替えを行い、足許（2023年8月）までの変化が分かるように筆者が試算したものが右図だ。2022年に▲5兆4202億円と2002年以来、約20年ぶりの高水準に達したサービス収支赤字のうち、▲4兆7814億円がデジタル関連収支の赤字であった。

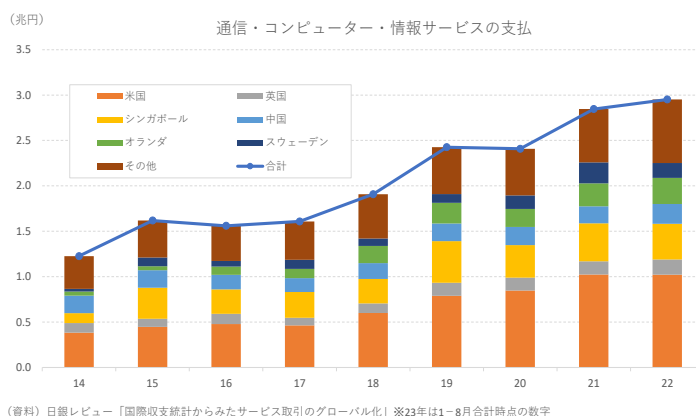
日銀分類に従うと「殆どがデジタル関連」と言って差し支えない。もっとも、統計上の限界もあって、上述したような、近年増勢傾向にありそうな外資系コンサルティング会社への支払や国際的なスポーツ大会へのスポンサー料の支払などもデジタル関連収支に混入するため、「殆どがデジタル関連」と断言して良いかは議論の余地も残る。ただ、仮にそうであったとしても大きな違和感はない。

ちなみにデジタル関連収支の赤字は遡及可能な2014年時点で▲2兆1483億円であったので、8年間で倍以上に膨らんだことになる。同じ期間に旅行収支を主軸とするヒト関連収支が▲8166億円から+7696億円へ黒字転化し、恐らく今後は+2兆円を超える黒字で安定しそうなことを差し引いても、デジタル関連収支の赤字を半分ほど相殺するのが関の山というイメージにとどまる。足許の確認をかねて今年1～8月合計で見た場合、サービス収支赤字は▲2兆7198億円に達しているが、このうち▲3兆7984億円がデジタル関連であり、インバウンド需要の急回復を主軸としてヒト関連で稼いだ+2兆3329億円の黒字が全て掻き消されてしまっている。その上で海外への再保険料支払などを中心として赤字を拡げるカネ関連収支が常時▲1兆円を超える赤字を記録しているため、インバウンド需要を背景にヒト関連収支で黒字を積み上げても大きな赤字が残る構造にある。



デジタル関連赤字、やはり多い米国向け

参考までに、デジタル関連収支の支払先について、完全ではないがイメージを掴むこともできるので紹介しておく。ここでは米巨大IT企業のプラットフォームサービスへの支払などが含まれる通信・コンピューター・情報サービスに限定して、国・地域別に支払を確認することになる。これを見ると、2022年の約3兆円のうち米国向けが約1兆円と3分



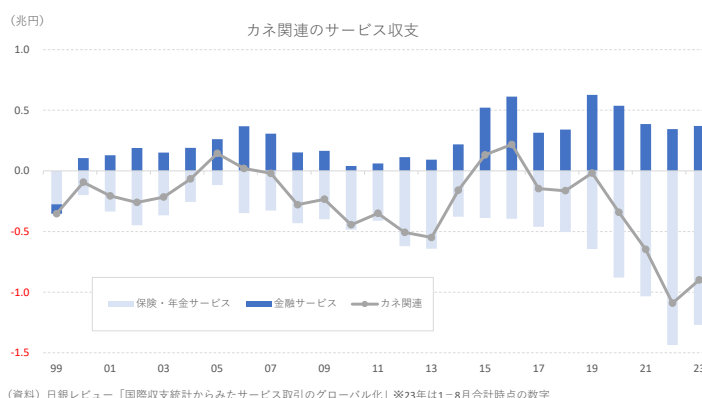
の1を占め、これにシンガポール（約4000億円）、オランダ（約2900億円）、中国（約2000億円）と続いている（前頁図）。想像通り、米国向けへの支払が頭抜けており2017年の約4600億円と比較すれば5年間で2倍以上に膨らんだことになる。この増勢傾向に今後、大きな変化があるとは考えにくい。ちなみに、カネ関連サービス収支の赤字拡大は後述するが、ここでも支払先は米国が筆頭で税制上メリットが見込める中南米が続く。ドル/円相場が堅調に推移する背景として米国へのサービス支払が増えていることの影響は徐々に注目度を増していく論点ではないかと考えられる。

カネ関連収支赤字とは何か

ここまでの議論を改めてまとめると、サービス収支をモノ関連収支・ヒト関連収支・デジタル関連収支・カネ関連収支・その他の5分類に分けた場合、遡及可能な2014年以降の過去8年間で変わったことは①ヒト関連収支の黒字が拡大したこと、②デジタル関連収支の赤字が拡大したこと、そして③カネ関連収支の赤字が拡大したことの3点だった。①と②は上述の通りとして、③はどのようなサービス取引を反映した結果なのか。カネ関連収支は2014年の▲1599億円の赤字が、2022年は▲1兆1053億円と10倍弱に膨らみ、2023年1～8月合計では▲1兆657億円と昨年を超えるペースで赤字が拡大している。2023年1～8月にヒト関連（旅行収支）で稼いだ黒字（+2兆3329億円）の半分がカネ関連収支の赤字に消えており、看過できない項目と言って良い。以下ではカネ関連収支の実情を簡単に確認する。

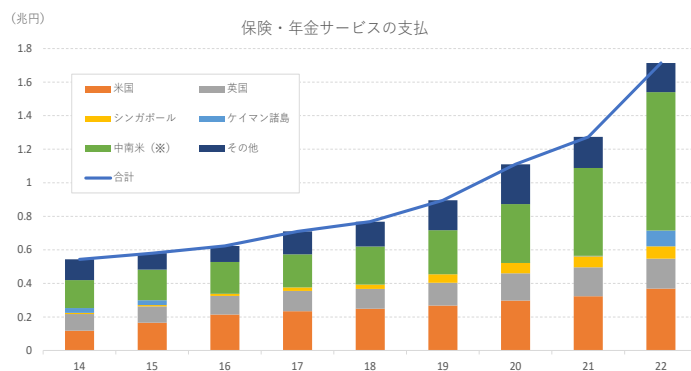
保険・年金サービスへの支払増加

カネ関連収支は保険・年金サービスと金融サービスの合計として組替えたものだが、図を見ても分かるように、基本的には再保険・貨物保険の損害保険料などを計上する前者の赤字拡大にその動きが規定されている。これは特に再保険料の支払増加の影響を受けたものとされている。再保険とは「保険会社が、自身で引き受けた保険のうち、主として高額契約などについて保険契



約のリスク分散を図るべく国内外の再保険引受会社と結ぶ保険契約」と定義される。この点、日銀は保険・年金サービスの支払が増える背景として「国内で投資性の強い保険商品の契約が増えている中、本邦の保険会社が市場リスクを抑制するために海外の再保険引受会社と結ぶ再保険契約も増加している」という事実を挙げている。明記こそされていないが「投資性の強い保険商品」とは保険料の払い込みや保険金・解約返戻金などの受け取りを外貨で行う外貨建て保険や支払った保険料の一部を株式や投資信託などで運用する変額保険・変額個人年金保険などを指していると思われる。折しも、今年9月末には金融庁が外貨建て保険商品の販売体制を問題視し、その監視を強化するという報道が出たばかりだ。行政として看過できないレベルまで流行している保険商品がサービス収支の構造にも小さくない影響を与えているという視点で見ると興味深い。もしくは、「資産運用立国」を旗印として「貯蓄から投資」を焚きつけるムードが強まっているが、既に日本では保険商品を通じた運用が相応に流行しており、結果としてサービス収支の構造にも影響が出始めているという解釈も可能である。

保険・年金サービスの支払に関して、国・地域別に見ると、想像通り、米国や英国の割合は大きいものの、2020 年以降は税制上のメリットから再保険市場が発達している中南米への支払が顕著に増えていることも特徴的である（図）。もっとも、こうした保険・年金サービスの支払を一面的に理解するのも正確ではない。というのも、周知の通り、近年、日本の保険会社が海外の保険会社を買収するというケースが増えている。その結果として日本から



（資料）日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」※23年は1～8月会計時点の数字
※ケイマン諸島・ブラジル・メキシコを除くベース

海外への保険・年金サービスの支払が増えている部分があるとしても、日本企業の海外現地法人となった場合、第一次所得収支の黒字（配当金・配分済支店収益や再投資収益など）として日本に還流する資金も相応に期待できる。この点、日銀レビューでも「（日本の保険会社が）サービス収支ではなく第一次所得収支の黒字幅拡大に寄与している点も指摘できる」としている。もっとも、第一次所得収支の黒字として計上されても、本当に日本へ還流するかは別問題であり、殆ど期待できないであろうことは過去の本欄で繰り返し論じてきた通りだ（円買いに直結する第一次所得収支は黒字全体の 3 分の 1 程度と試算）。

財だけではなくサービスも国際化の途上

以上の議論を総合すれば、日本のサービス収支はインバウンド需要を背景にヒト関連収支の黒字拡大が進んでいるものの、その傍らで進むデジタル関連収支とカネ関連収支の赤字拡大ペースもかなり早いものになっており、結果としてサービス収支全体ひいては経常収支全体の足枷となっている現状がある。数字で見れば、2022 年のサービス収支においてデジタル関連収支とカネ関連収支の赤字を合計すると約▲6 兆円に達しており、これで全体（▲5.4 兆円）をほぼ説明できる。

日銀レビューの議論を踏まえる限り、サービス取引の国際化が明らかに日本から海外への外貨流出を拡大する方向に作用している。それはこれまでは存在しなかった円安要因である。現状、貿易収支とサービス収支では前者の方が大きいことから後者の影響が重視されにくいものの、その性質を考慮すると、サービス収支赤字は拡大余地があるように思える。当然の話だが、サービス収支が恒常的に▲5～6 兆円の赤字を記録していると、貿易収支は+5～6 兆円を超える黒字を記録しなければ、貿易サービス収支は黒字にできない。日本の貿易収支が安定的に+5 兆円以上の黒字を記録できていた時代は 2010 年以前に遡る必要がある。それはまだ日本企業の海外生産移管がそれほど問題視されていなかった時代だ（問題視されていなかっただけで、その頃には概ねその変化は完了していた疑いが濃厚ではあるが）。

仮に、貿易収支が 2010 年以前の姿に戻らない一方、サービス収支赤字の拡大基調が続くのだとすれば、いずれ日本の経常黒字は蝕まれ、均衡し、赤字に転じるという長期的な懸念も抱かれる。昨春以降、円安相場の構造的要因を指摘すると、それを頑なに拒む論陣も多く見受けられた。しかし、日銀レビューが指摘するのはサービス取引の国際化を通じた構造変化であり、その意味するところは、どちらかと言えば円売りである。国内企業の海外生産移管という貿易収支の構造変化については概ね認知が進んできた印象があるものの、現代ではそうした財取引に限らず、サービス取引も国際化が進展しており、為替分析の世界もそうした新しい視点を取り入れる必要があるというのが筆者の抱く問題意識である。

《日銀金融政策の現状と展望について～「名実ともに YCC 撤廃」は 24 年に～》

繰り返される「事前報道→微修正」

日銀は、10 月 31 日に開いた金融政策決定会合で長短金利操作（YCC）の再修正を決定した。緩和修正には違いないものの、限りなく現状維持に近いという評価になる。発表後、事前の日経新聞報道により引き締め期待が高まっていた為替市場では一気に円の売り戻しが加速した。10 年物国債利回りの 1%付近で実施されていた指し値オペの運用が見直され、事実上の上限だった 1%が「目途」とされることで、当面の「1%超え」が容認されることになる。それでも絶対防衛ラインとみられていた 1%に拘泥することを諦めたことは、金利上昇の容認にほかならず、限りなく現状維持に近いながらも「事実上の利上げ」と言われても間違いとは言えない。後述の通り、それでも円売りが進んでしまったことの深刻さは相応に認識すべきであるように思われる。なお、植田体制になってから、事前報道で緩和修正を織り込ませることが常態化しつつあり、「事前報道→微修正」が繰り返されている。これを続ければ、元々形骸化が指摘される YCC は本当に無用の長物として名前だけが残るだろう。1 つの節目として「名実ともに YCC 撤廃」と言える局面がいつ到来するのかが大きな争点だが、この点、「2024 年の春闘結果が見えてくる 2024 年 4 月会合」が金融市場にとって最大のイベントとなる。そうした金融政策の想定を踏まえれば、円相場見通し上も、2024 年 4～6 月期が 1 つの節目となり得る可能性がある（もっとも大方の予想通り 2024 年央にかけて FRB の利上げ停止が確定的になり、利下げ観測が高まることが大前提ではある）。

火に油を注ぐ構図

同時に公表されている「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では消費者物価指数（生鮮食品を除くコア CPI）の前年比上昇率に関し、2025 年度こそ+1.7%と小幅に引き上げにとどまるものの、2023 年度および 2024 年度はそろって+2.8%へ大幅に上方修正されている（図）。CPI の騰勢は明らかに日銀の想定を上回っていると言わざるを得ない。長引く円安は、「インフレにもかかわらず緩和を止められない日銀」への挑発も含んでいるように感じられる。市場期待には届かなかったものの、一応は引き締め方向の政策決定をしたにもかかわらず、円売りが加速したという事実からは、少なくとも通貨防衛の観点からは後手に回っているという印象を受ける。もちろん、緩和

修正は円安抑制のためではないというのが日銀の建前だが、本音として円相場のリアクションは愉快に思っていないはずだ。過去の本欄でも論じたように、政策決定をするたびに「それでは不十分」と為替市場の円売りで煽られ、引き締めカードを順次引き出される展開に足を踏み入れているように見え、それは 2024 年春闘の結果が視野に入るまでは続くのではないか。「火に油を注ぐ」ように、日銀の引き締めの政策運営が逆に円売りを招く展開は今後も不安視される。

日銀政策委員の大勢見通し

（前年度比、%）

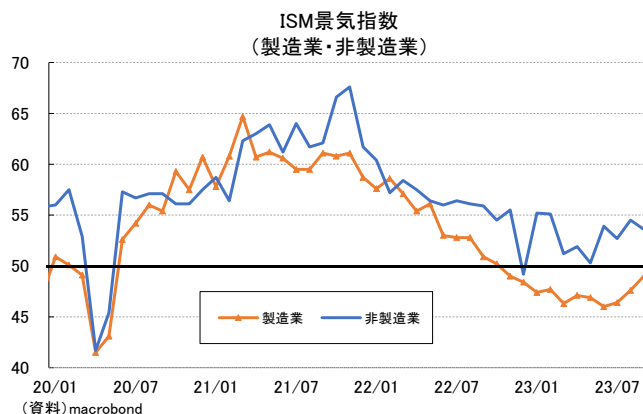
	実質 GDP	消費者物価指数 （除く生鮮食品）
2023年度	1.8～2.0 <2.0>	2.7～3.0 <2.8>
7月時点の見通し	1.2～1.5 <1.3>	2.4～2.7 <2.5>
2024年度	0.9～1.4 <1.0>	2.7～3.1 <2.8>
7月時点の見通し	1.0～1.3 <1.2>	1.8～2.2 <1.9>
2025年度	0.8～1.2 <1.0>	1.6～2.0 <1.7>
7月時点の見通し	1.0～1.2 <1.0>	1.6～2.0 <1.6>

（注）<>内は政策委員見通しの中央値。（資料）日本銀行

《米国金融政策の現状と展望について～円高リスク孕む米金利急騰～》

底打ちを「懸念」する米経済

10月の金融市場では米金利の続伸が耳目を集め、同20日には10年金利が2007年7月以来の5%台に乗せた。累次の利上げにかかわらず米国経済が堅調であることは一瞥すれば前向きな材料だが、その意味するところは複雑である。インフレ抑制を念頭に置くFRBからすれば、底打ちを「懸念」する状況とも言える。底打ちを「懸念」と表現するのは異例だが、執拗なインフレ高進は米国経済ひいては世界経済が直面するリスクであり、妥当な表現と言える。例えばISM景気指数



を参考にすると、製造業も非製造業も堅調という評価が相応しく、特に製造業の動きは底打ちそのものだ(図)。まず製造業の総合指数を見ると、今年6月にパンデミック直後で「悲観の極み」とも言える局面であった2020年5月以来、約3年ぶりの低水準である46.0まで低下したが、そこから3か月間で+3ポイントも回復している。もちろん、景気拡大・縮小に関する判断の分かれ目である50を依然として割り込んでいるものの、企業心理は明確に最悪期を脱し、改善基調に入ったように見える。

片や、雇用・賃金状況への影響を持つことで注目される非製造業の総合指数に関しては9月に54.5から53.6へ景気拡大のペースが鈍化しており、構成指数では新規受注が前月比▲6ポイントと大幅低下するなど、サービス消費が縮小に向かう可能性が示唆されている。こうした動きが雇用統計に反映され、賃金も穏当な伸びに収まっていく展開をFRBが期待するところだろうが、ソフトデータにはこうした兆候が見られつつもハードデータには反映されていないのが現状と言える。また、非製造業も、現在の経済活動(Business Activity)を尋ねる業況指数は前月比1.5ポイント上昇の58.8で、これ自体は3か月ぶりの高水準である。遅行系列である雇用や賃金の弱さが確認されるのはまだ先のことになるように思える。なお、構成指数である雇用指数は製造業・非製造業ともに50を超え、当面の拡大基調を示唆している。

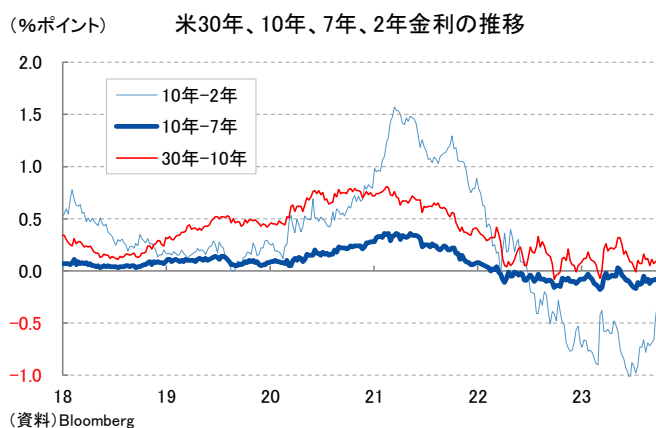
ちなみにハードデータの代表格であるGDPに目をやると、10月26日には米7～9月期GDPが公表されており、実質GDP成長率の前期比年率は+4.9%と、約2年ぶりの高い伸びを記録しており、「累次の利上げに伴う消費・投資意欲の後退、それに伴う景気後退」という年初来懸念されている状況からはかけ離れた状況が確認されている。米国経済の6割を支える個人消費は同+4.0%と前期の+0.8%から急加速しており、こうした強靱さが早晩失われるイメージを持つことはもはや難しいと言わざるを得ない。

円高リスクとしての米金利上昇

こうした米国の経済・金融情勢、これに伴う金利の状況は基本的には円安材料であり、実際に10月のドル/円相場は150円の大台を挟んで推移している。ただ、最近の欧米金利、特に10月に直面した米金利の騰勢は逆に円高リスクとしても警戒すべき材料にも感じる。思い出されるのは今年3月だ。シリコンバレー銀行破綻に端を発する金融不安は一時的にリーマンショックの記憶を呼び起こし、突発的な米金利低下と円高を引き起こしたのが今年3月だった。当時を振り返ると、利上げは直ぐに利下げに転じるというかなり極端な予想も突発的に増えていた。シリコンバレー銀行を筆頭に米国の地方銀行破綻が

相次ぐ一方、欧州でも大手金融機関が再編を強いられるという状況が起きた。結局、大きなシステム的不安には至らず不安は終息したものの、事の発端は金利上昇を受けて長期国債や住宅ローン担保証券（MBS）の含み損が膨らんでいることに対し不安が高まり、預金流出が加速するという取り付け騒ぎだった。当時からさらに想定外の金利上昇が起きており、その長期化まで懸念され始めていることを踏まえると、「金融システム不安を起点とするドル売り」は今一度、身構えるべき論点に思える。

もちろん、金融システム不安をメインシナリオに置くことはできないが、10月は逆イールドの解消を当て込むように長期金利が騰勢を強めた（図）。結果、今年3月に起きた事象を思い出す市場参加者が増えても不思議ではない。もちろん、含み損を抱える銀行部門を前提とすれば与信環境の悪化（貸し渋り）も想定されるところだろう。また、イールドカーブ全体が押し上げられるような金利上昇が続く以上、現状ではその懸念は全く抱かれないものの、設備投資や住宅投資などに象徴される民間部門の消費・投資意欲を急速に冷やす可能性も出てくる。



思い出される懐かしの「グレート・モデレーション」

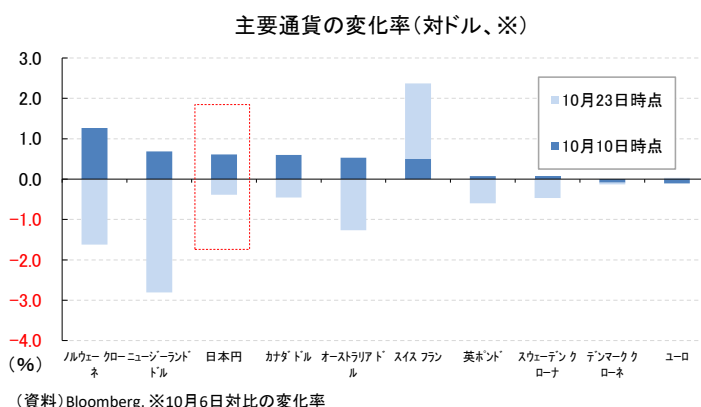
現状、パウエル FRB 議長はあくまで「リセッションを予想していない」とメインシナリオからリセッションの可能性を排除している。しかし、エコノミスト的な本音に照らせば、これほどの金利上昇を受けてリセッションにならないことがあるのかという根本的な疑念は抱かれる。冒頭述べた通り、現在の長期金利は 2007 年 8 月以来の高水準だが、当時は「グレート・モデレーション（Great Moderation：大いなる安定）」という言葉が持て囃され、金融危機後は毎度のように「今回は違う（This Time Is Different）」と言いながら同じ失敗を繰り返す金融市場を揶揄するフレーズが有名になった。これほどの利上げを重ねながらリセッションの可能性を退ける政策態度からは、また歴史が繰り返している可能性も頭をよぎる。しかし、現実問題として経済指標は良好で、それと整合的な金利水準も当然高いものになっている。結果、円安も持続する。昨年来、円安シナリオを堅持してきた筆者からしても、150 円台で定着するドル/円相場は「想定外の米金利高によって想定以上に引っ張られている」というのが本音に近く、「(円は) 売られ過ぎ」を理由に円高への揺り戻しが生じても不思議ではない状況に入ってきているのではないかな。

「どうなったら円安は止まるのか」は最も頂戴する照会の 1 つだが、端的には「座して米国の経済・金融情勢の悪化を待つしかない」というのが本質的な回答になる。この点、米金利急騰に伴う金融システム不安の再燃は米国の経済・金融情勢を急速に冷やすイベントであり、円安局面が終息するために最も手っ取り早い展開と言える。だが、裏を返せば、そこまで極端な展開を想定しなければ円安は持続しそうというのが実情であり、円安局面の根深さを感じる。

《メインシナリオへのリスク点検～円安を延命させる中東リスク、消えた「リスクオフの円買い」～》 迫力を失う「リスクオフの円買い」

今年も残すところ 3 か月を切った 10 月 7 日、パレスチナ自治区ガザを実効支配するイスラム組織ハマ

スによるイスラエル攻撃という地政学リスクイベントが勃発した。累次の利上げを経てもインフレ終息が見えてこない世界経済にとっては小さくないリスクイベントと言える。為替市場、とりわけ円相場への影響をどう考えるべきか。その現状と展望を簡単に整理したい。直感的に想像された通り、10月6日（金）のハマスによる奇襲攻撃を織り込んだ週明けの国際商品市場では原油価格が急伸し、為替市場では産油国通貨であるノルウェークローネが買われた。具体的に数字を見ると、攻撃が行われたのが10月7日（土）なので、その直後の反応として10月6日（金）から10月10日（月）午前にかけての対ドル変化率を比較してみると、ノルウェークローネは約+1.3%上昇した（図）。かつて、こうした地政学イベントは為替市場における「リスクオフの円買い」を惹起したものの、円は+0.6%程度と上昇しているものの、かつての迫力はなかった。図示されるように、10月10日午前時点における円の上昇幅はカナダドル、オーストラリアドル、スイスフランなどとほぼ同じであった。この点、円と同様、安全通貨の代表格として買われてきたスイスフランも上昇幅が小さいではないかと思われるかもしれない。だが、スイスフランは年初来の対ドル上昇率が大きく、「G10 通貨で最強」という状態が年初来から持続してきた上での小幅続伸だった。対照的に、同じ期間の円は年初来で▲12%と独歩安が続いてきた事情を踏まえれば、やはり反発力の弱さは否めない。なお、ハマスの攻撃から約2週間が経過した10月23日（月）時点の変化率で見ると円は▲0.4%と下落に転じ、結局、最強通貨はスイスフランの+1.9%である。かつて安全通貨の座を分け合った両通貨の明暗は分かれている。



ちなみに本件が明らかになる直前の投機的な円売りの規模は非常に大きなものだったことを考慮すると、やはり「リスクオフの円買い」は物足りないものがあつた。中東リスク勃発前、10月3日時点のIMM通貨先物取引の状況を参考に投機ポジションを把握すると、円の対ドルポジションは▲95.6億ドルと2022年3月に始まった今次円安局面のピーク水準に肉薄していた（最大は2022年4月12日週の▲111.5億ドル）。投機的な円売りがこれほど蓄積していた状況に大きな地政学リスクがぶつかったにもかかわらず、+0.6%程度しか上昇しなかったのである。後述するように、貿易赤字に象徴される「実需の円売り」が相応に存在する中、円高の動きが限定されたという解釈は十分考えられる。かつて日本社会で忌み嫌われ、恐れられた「リスクオフの円買い」は確実にその迫力を失っている。

分かりやすい円相場への含意

中東リスクの現状や展望に関しては専門家の分析や見解に任せるが、円相場見通しへの含意は比較的分かりやすいもので、基本的には円安相場の支援材料と考えるべきだろう。大前提として、やはり原油価格上昇を通じた影響をどう見るかという議論になる。そもそもガザ地区も含めてイスラエル自体が産油国として存在感を持つわけではないが、第一報を受けた金融市場は「本件を契機として主要な中東産油国を巻き込んで大きな戦禍に至る」という極端なシナリオを前提に価格形成を進めている。実際、本当にそうした展開に発展する可能性はゼロではないし、そうなれば過去の中東戦争後のように主要な中東産

油国が石油禁輸に踏み切るという事態もあり得る。今回に関し「そうなる」とも「そうならない」とも筆者は言えないが、本件以前から原油価格の再上昇は話題になっていたことは思い出したい。本件が高止まりしていた原油価格を上げることはあっても下げることは無いというのが客観的評価だろう。例えば、サウジアラビアによる原油の自主減産について、それが緩和される可能性も小さくなったという見方は早速出ている。そうした理解の下、内外経済環境への影響を検討する必要がある。

まず、海外に目をやれば、本件を背景に原油価格が下落のきっかけを失ったと考えた場合、累次の利上げにもかかわらず未だインフレ終息が視野に入らない欧米中央銀行にとっては新しいインフレリスクを抱えたことになる。ドル/円相場にとっては、欧米利上げ路線長期化が内外金利差に基づく円売り・ドル買いの追い風となるという理解に落ち着きやすい。一時的にはボラティリティが高まる中、キャリー取引がやりづらいムードも漂うだろうが、過去を見ても、中東リスクが金融市場に長期間、影響を持つことは稀である。もちろん「今回は違う」という専門的な見地もあり得るが、時間の経過とともに「欧米のインフレ懸念」という王道の材料に関心が引き戻されていくというのがメインシナリオだろう。いずれにせよ円安地合いが現状維持になるか、それとももっと強まるかというだけの話である。

一方、国内に目をやれば、原油価格の高止まりは当然、輸入の押し上げを通じて貿易赤字の再拡大に直結する。日本の輸入の4分の1は鉱物性燃料であり、原油価格+1%の上昇は鉱物性燃料を約+7%押し上げ、輸入金額全体を約+2%押し上げる。既に原油価格は今年のボトム（3月）から+30%以上上昇しており、その間に円安も進んでいることを踏まえれば、輸入はラグを伴って増加してくるはずだ。「貿易収支に象徴される円の需給環境は2022年よりも2023年は改善、2024年はさらに改善する」という見立てが円高反転の必要条件だと筆者も考えていたが、この点が輸入面から元々揺らいでおり、本件でさらに揺らいだというのが適切な現状把握になるだろう。現時点で入手可能な情報を踏まえる限り、今回の一件は金利・需給の両面から円安シナリオの延命に繋がるものだと筆者は考える。

リスクは枚挙に暇がない

もちろん、リスクを考えれば枚挙に暇がない。ハマス奇襲攻撃の背後にイランの支援があったという真偽不明の情報は本稿執筆時点でも交錯しており、これが米国の対イラン制裁の強化に繋がれば、原油価格を筆頭に小さくない影響が残るという見方はある。また、米国がイスラエル支援のために軍事支援を分散させれば、ロシア・ウクライナ戦争の局面が一気にロシアに傾くという懸念もある。それ自体もまた、欧州地域を中心として地政学リスクが増す話になる。その際、天然ガス価格が騰勢を強め、ユーロ圏が甚大なダメージを被るという見方も可能だ。その際、ユーロが激しくられたことでドルが押し上げられ、結局、それも円安に繋がるかもしれない。地政学リスクを起点とするシナリオは無数に分岐しており、メインシナリオ策定においてはある程度の割り切りも必要になる。

現状、中東リスクに関しては円相場の上昇を促すような材料や挙動を見出すのが難しく、円安の潮流を変え得るものとは考えられない。逆に、原油価格の高止まりを通じて円安相場が想定以上に延命するリスクが高まっていると考える方が腑に落ちる状況だろう。

◆ ユーロ相場の見通し～ハト派に急旋回する ECB～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～なぜ ECB は QT を加速できないのか～》

見守りモードに入った ECB

10 月 26 日に行われた ECB 政策理事会は 2022 年 7 月に利上げ着手して以来、11 会合ぶりに利上げの見送りを決定した。7 月以降、ECB 政策理事会はインフレよりも景気に軸足を置いた政策運営にシフトしつつあったが、今回の会合ではっきりとその路線が確認されたと言える。現行の預金ファシリティ金利（4.00%）は ECB 設立以来で過去最高であり、この引き締め効果を見守るモードに入ったと考えるのが適切だろう。これは声明文からも理解できる。9 月から 10 月にかけては以下のような変化が見られた：

- 9 月：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...
- 10 月：Based on our current assessment, we consider that the key ECB interest rates are at levels that, maintained for a sufficiently long duration...

9 月の声明文では現在完了形を用いて中立金利水準への到達が表現され話題になった。これに対し 10 月は現在形を用いて、既に中立金利水準にあって、それがインフレ収束に寄与するというニュアンスに変わっている。政策金利水準を維持した上で、経済・金融環境がどう反応してくるかを考えることが最大の問題意識になってきていると見受けられる。記者会見では「過去の利上げが資金調達環境への影響を通じて影響を与えると言うが、あとどれくらいの影響が残っているのか」という質問が見られた。これに対し、ラガルド ECB 総裁は「影響はまだ今後顕在化する」と述べた上で、スタッフ見通しの前提を引き合いに「2023 年末から 2024 年 1～3 月期を通じて引き締め効果は持続する」と述べている。つまり、2024 年 1～3 月期までは従前の利上げが実体経済減速に効く想定であり、裏を返せば「利上げをしなくても引き締めが期待できる状況」が続くということになる。

もっとも、中東リスクに応じたエネルギー価格の上振れや雇用・賃金情勢の堅調など、不確定要素は枚挙に暇がない。これらをどう評価するかで利上げの必要性は随時変わるはずであり、だからこそ data dependent のフレーズは今回も多用されていた。実際、9 月のスタッフ見通し改定における想定原油価格（2023 年：1 バレル 82.7 ドル、2024 年：81.8 ドル）は現実に追いつけていない。ラガルド総裁もその点を認識した上で「再び利上げしないと断言しているわけではない」と強調している。エネルギー価格高騰により再び利上げ路線に引き戻される可能性はあって、その展開は中東リスクに依存するというのが現状と見受けられる。もっとも、それはリスクシナリオの範疇と考えられ、もはや ECB は 10 月会合を境に利上げの効果を見守るモードに入ったと考えるのが基本線と思われる。

なぜ、QT 加速に踏み切れないのか

なお、10 月会合は直前まで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前倒しや所要準備率（MRR）引き上げが決断されるのではないかと言われていた。現状では前者は 2024 年末まで継続され、後者は 1%に設定されているが、10 月会合では利上げ停止のバターとして再投資停止前倒しと MRR 引き上げによって過度にハト派的な期待をけん制するのではないかと言われていた。これらの論点に関しては会見でトップバッターとなった記者がその議論の有無を質しているが、ラガルド

ド総裁はいずれも「議論されていない」と明言し、それ以上の言及を避けた。

しかし、10月11日にはカザークス・ラトビア中銀総裁が、直前となる25日にはミュラー・エストニア中銀総裁が PEPP 再投資停止について「2024 年末まで待つ必要が無い」と言った趣旨の発言をしており、ともに政策理事会メンバーとして投票権を持つことを考えると、何の議論もなかったという弁はやや違和感を覚える。既に FRB では大分前に始まっている量的引き締め (QT) は、ECB が行ってきた定例の資産購入プログラム (APP) については始まっているものの、PEPP では始まっていない。PEPP で購入した資産残高は約 1.7 兆ユーロと巨額に上っており、この流動性が域内市場に放置されたままの状態にあるというのは、執拗なインフレに悩む ECB の立場を考えるとやはり違和感がある。推測の域を出ないが、今回の政策理事会の正式アジェンダとして挙がっていなかっただけで、恐らく問題意識は芽生え始めているというのが正確な現状なのではないか。ECB の金融政策運営は、正副総裁と専務理事からなる役員会 (executive board) を経てアジェンダが決まった上で政策理事会 (governing council) が開催されるため、事前に議論される論点は会合前からある程度決まっていると言われる。今回は利上げ見送りという節目の決断に時間が割かれたということかもしれない。

もし、そうではなく 意図的に議論が棚上げ されているとすれば、それはイタリアを筆頭とする一部の脆弱国が国債利回り急騰に直面している現状に配慮した結果という可能性もある。そうだとすると次回 12 月会合はもちろん、当面、再投資停止は争点化しない可能性がある。今回の記者会見でも域内債券利回りのワイドニング傾向、端的には「域内市場の分断化 (fragmentation)」問題がしばしば注目されていた。ある記者からはイタリアの対独スプレッドが 200bps 以上に達しており、



ECB としてはこれをどう考えているのかと質す場面も見られた。臨時会合まで開催して様々な施策を打ち出すことを強いられた昨年のピーク時には及ばないものの、今夏を境としてイタリア国債の利回りは騰勢を強めている (図)。天然ガス価格もインフレ率も昨年と比べれば大分落ちついている現状に照らせば、この急騰は問題視されるものだろう。

この状況について問われたラガルド総裁は「ユーロ圏の全加盟国を通じて適切な金融政策の波及経路が確保されるようにしなければならない。我々は、それを実現するための十分な政策ツールを全て持ち合わせている」と返すにとどまっている。ここで言う「それを実現するための十分な政策ツール」とは恐らく PEPP 再投資の柔軟化政策や昨年 7 月に導入された TPI (伝達保護措置) を指しており、特に現在進行形で運用されている前者を念頭に置いた発言と思われる。具体的には「ドイツ国債やフランス国債の償還金をイタリア国債やスペイン国債の再投資に充てる」という変則的な運営がそれだ。仮に、ECB スタッフ見通しが想定するように 2024 年 1~3 月期までは利上げ効果が持続するならば、イタリアを含む脆弱国への負担感が増すのはむしろこれからであり、PEPP 再投資の柔軟化政策は停止どころか、今後必要性が高まるというのが合理的な読みになるのだろう。

議事要旨で亀裂を確認できるか

上述したカザークス・ラトビア中銀総裁などはイタリア国債利回りの上昇はあくまで同国の財政赤字拡大の結果であって、PEPP 再投資柔軟化の議論に影響すべきではないと発言している。このような発言を見る限り、表面化こそしていないものの、既に政策理事会内では「イタリアに配慮して再投資を止められない」という勢力と「インフレ抑制のために早く再投資を打ち切るべき」という勢力があって、その対立構図が仕上がりつつあると筆者は邪推するが、真偽は内部の者しか分かり得ない。会見では別の記者からも「他のメンバーから色々な発言が出ているが、再投資停止はリスクがある動きと思うか」という質問があった。今年に入ってから PEPP で購入した資産の再投資停止に関しては毎回注目されてはラガルド総裁が「議論していない」と一蹴する景色が繰り返されている。しかし、もはやそれでは通らない雰囲気は確実に強まっている。今後、政策理事会議事要旨が公表される際、再投資停止を通じた QT の必要性について、メンバー間の亀裂を見出すことができるかどうかは 1 つの注目すべき論点になる。

《ユーロ相場の現状と展望～再び直面する天然ガスリスク～》

ユーロ相場続落について

10 月に入り、かねて本欄で懸念してきたユーロ安リスクがやや現実味を帯び始めている。ユーロ/ドル相場は 7 月中旬につけた 1.12 付近をピークに徐々に下値を切り下げ、10 月初頭には 1.05 を割り込み年初来安値を更新する時間帯も見られた。理由は複数考えられるが、最も指摘されるものは夏場以降、ユーロ圏経済が日米欧三極において著しく劣後しているという事実だろう。10 月発表された IMF 秋季世界経済見通し（WEO）でもドイツは先進国・途上国全体を見渡して唯一のリセッション見通し（▲0.5%）に陥っており、これを受けたユーロ圏も+0.7%と 1%を

IMFの成長率見通し(暦年ベース、%)		見通し			2023年7月見通しとの比較		
		2022	2023	2024	2023	2024	
世界		3.5	3.0	2.9	▲ 0.0	▲ 0.1	
先進国		2.6	1.5	1.4	0.0	0.0	
	米国	2.1	2.1	1.5	0.3	0.5	
	ユーロ圏	3.3	0.7	1.2	▲ 0.2	▲ 0.3	
	ドイツ	1.8	▲ 0.5	0.9	▲ 0.2	▲ 0.4	
	フランス	2.5	1.0	1.3	0.2	0.0	
	イタリア	3.7	0.7	0.7	▲ 0.4	▲ 0.2	
	スペイン	5.8	2.5	1.7	▲ 0.0	▲ 0.3	
	日本	1.0	2.0	1.0	0.6	0.0	
	英国	4.1	0.5	0.6	0.1	▲ 0.4	
	カナダ	3.4	1.3	1.6	▲ 0.4	0.2	
	その他先進国	2.6	1.8	2.2	▲ 0.2	▲ 0.1	
	新興途上国		4.1	4.0	4.0	▲ 0.0	▲ 0.1
		アジア新興途上国	4.5	5.2	4.8	▲ 0.1	▲ 0.2
		中国	3.0	5.0	4.2	▲ 0.2	▲ 0.3
		インド	7.2	6.3	6.3	0.2	▲ 0.0
		ASEAN5	5.5	4.2	4.5	▲ 0.4	▲ 0.0
		欧州新興途上国	0.8	2.4	2.2	0.6	▲ 0.0
		ロシア	▲ 2.1	2.2	1.1	0.7	▲ 0.2
		ラテンアメリカ・カリブ諸国	4.1	2.3	2.3	0.4	0.1
ブラジル		2.9	3.1	1.5	1.0	0.3	
メキシコ		3.9	3.2	2.1	0.6	0.6	
中東・中央アジア		5.6	2.0	3.4	▲ 0.5	0.2	
サウジアラビア		8.7	0.8	4.0	▲ 1.1	1.2	
サブサハラアフリカ		4.0	3.3	4.0	▲ 0.2	▲ 0.1	
ナイジェリア	3.3	2.9	3.1	▲ 0.3	0.1		
南アフリカ	1.9	0.9	1.8	0.6	0.1		
世界貿易額(財・サービス)		5.1	0.9	3.5	▲ 1.1	▲ 0.2	
消費者物価	世界	8.7	6.9	5.8	0.1	0.6	
	先進国	7.3	4.6	3.0	▲ 0.1	0.2	
	新興途上国	9.8	8.5	7.8	0.2	1.0	

※インドについては、データと予測を財政年度ベースで表示
 ※ASEAN-5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム
 ※貿易額は輸出額と輸入額の成長率の単純平均(財とサービス)
 ※IMF、みずほ銀行

割り込んでいる(図)。ドイツの Ifo 景況感指数や ZEW 景況感指数も軒並みに低調が続いており、目先の経済活動についても活力が感じられない。日米が揃って+2%を超える成長率予想になっていることと比較すると、やはり欧州の劣後は目立つ。問題はそうした実体経済の失速にもかかわらず、ユーロ圏のインフレ率が思ったほど鈍化していないことなのだが、ECB はどちらかと言えば景気鈍化とインフレ高進

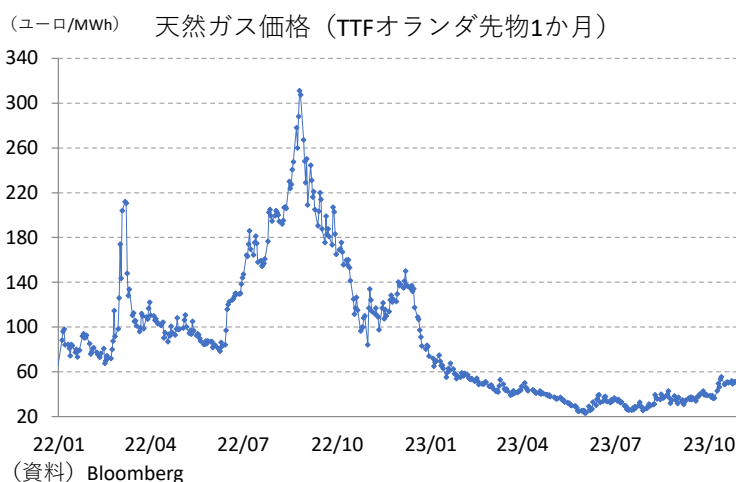
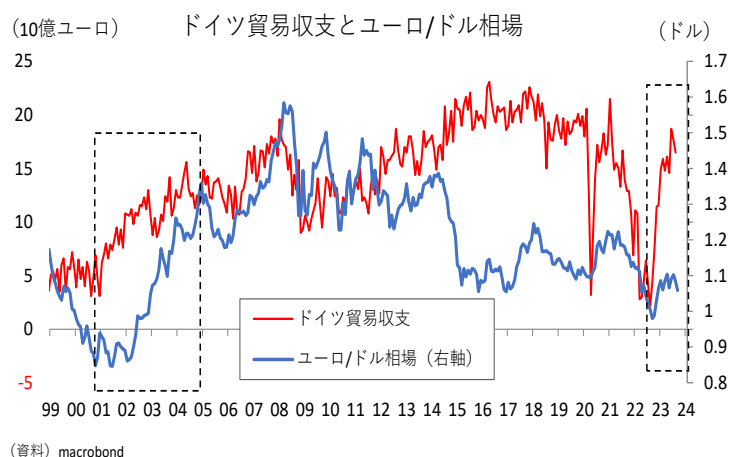
を天秤にかけて前者を重く見る政策運営に軸足を置き始めている。今後、景気鈍化に合わせてインフレ高進も終息へ向かうという想定が政策理事会内で多数の支持を得ているようだ。そうした姿勢転換が始まったのが7月政策理事会であり、上述したように10月はいよいよ利上げ路線が停止に至り、事態の趨勢を見守るモードに変わっている。

いずれにせよ、過去3か月のユーロ安はユーロ圏経済の悪化とこれに応じたECBのハト派転化を反映した動きと考えられる。これまでの本欄では予測期間中、FRBよりも相対的なタカ派姿勢が続くであろうECBの影響もあって、欧米金利差縮小の観点からユーロ/ドル相場は堅調に推移すると考えてきた。しかし、ECBがインフレ高進よりも景気鈍化を重く見る政策運営に軸足を移したことでユーロ相場の強気予想も難しくなってきた。もちろんインフレの芽を摘む前に景気に配慮した政策運営へ舵を切る姿勢が本当に奏功するのか予断は許さない。9月や10月の会合を見ても、域内の賃金情勢が減速に転じたかどうかについてECBは確信を持っておらず、再利上げに引き戻されるリスクは相応に残る。中東リスクがエネルギー価格の再上昇に繋がるシナリオを明らかにラガルド総裁は気にしている。

再び直面する天然ガス価格上昇というリスク

なお、夏場以降のユーロ相場の軟化はそうした域内経済悪化やこれに付随する金利要因だけとも言えない。筆者がこれまでユーロ相場の堅調を予想してきた背景にはドイツひいてはユーロ圏が「世界最大の経常（貿易）黒字圏」にあるという需給の論点もあった。2000～2002年、ユーロ/ドル相場がパリティ割れから脱却できた背景には拡大傾向にあった欧米金利差（米国・欧州）が縮小に転じ、逆転に至るという金利要因のほか、「欧州の病人」であったドイツが貿易黒字を積み上げ域内全体の需給環境が著しく改善したという経緯があった。昨年直面したパリティ割れもロシアとの関係悪化がエネルギー供給悪化に直結し、域内経済が脅かされるという漠然とした不安が作用したようにも見えるが、天然ガス価格急騰を受けて世界最大を誇ったドイツの貿易黒字が数か月のうちに消滅したことがユーロ相場の需給を大きく崩したと考えるのが最も自然だろう。事実、天然ガス価格急落と共にユーロ/ドル相場は底打ちしており、それはドイツの貿易黒字復元とも平仄が合う（図）。

それゆえ、ユーロ相場堅調のメインシナリオを脅かすとすれば、それは天然ガス価格上昇ではないかとこれまでも述べてきた。周知の通り、イスラム組織ハマ



スとイスラエルの交戦開始に伴って、同国産の天然ガス供給が停滞するとの懸念から再び欧州で取引される天然ガス価格が騰勢を強めている（前頁図）。また、10月10日にはフィンランドとエストニアを結ぶ天然ガスの海底パイプライン「バルチックコネクター」が破損し、稼働停止に至るという事案も重なった（詳細は調査中だが、「外部活動」による破損とされ、故意の破壊であるという報道もある）。欧州における天然ガス取引の指標価格であるオランダ TTF は10月13日、11月渡しの翌月物が55ユーロを突破し、今年2月以来、約8か月ぶりの高値をつけている。本稿執筆時点（10月末）でも50ユーロ台で安定推移だ。ロシアからの供給欠損を穴埋めするため、必死に世界中の天然ガスをかき集めている EU にとってはこれ以上の供給制約を抱えるわけにはいかず、中東リスクとエネルギー価格の関係性は重要な懸念事項となる。

もちろん、昨年の騒動を経て、EU の抱える天然ガス備蓄量はほぼフルに充填された状態にあり、今年に関しては冬場のエネルギー危機を煽るのは現時点では適切ではない。しかし、市場心理の悪化が天然ガス価格を押し上げている以上、これが高止まりする限りにおいてドイツを筆頭として域内の貿易収支は悪化し、それ自体はユーロ安を正当化する。また、天然ガス価格の高止まりはインフレ再浮上に直結するため、元よりその色が濃かったユーロ圏では、一段とスタグフレーションの懸念が強まる。市場が本格的にスタグフレーションシナリオを織り込んだ場合、ECB が利上げしようとしまいと、ユーロ売り優勢の状況が定着するだろう。このような現状を踏まえると、ユーロ相場はダウンサイドリスクがにわかに広がっていると考えることから、予測値の下方修正を検討せざるを得ない状況と判断できる。

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。