

中期為替相場見通し

2023年11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～「円安の終わり」は「円高の始まり」なのか？～

ドル/円相場の現状と展望について～PPP への収斂は本当に起きるのか～ P.3

円相場の基礎的需給環境について～上半期の国際収支の読み方～ P.6

米金融政策と円相場の関係について～貿易赤字国として迎える米利下げの意味～ P.7

円相場の現状と展望について～過去最低に肉薄する名目実効相場～ P.9

メインシナリオへのリスク点検～「資産運用立国」元年は「家計の円売り」元年か～ P.11

◆ ユーロ相場の見通し～堅調さの背景はどこにあるのか？～

ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～確実に浸透する利上げ効果～ P.15

ユーロ相場の現状と展望～ユーロ/円、160 円突破の読み方～ P.17

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

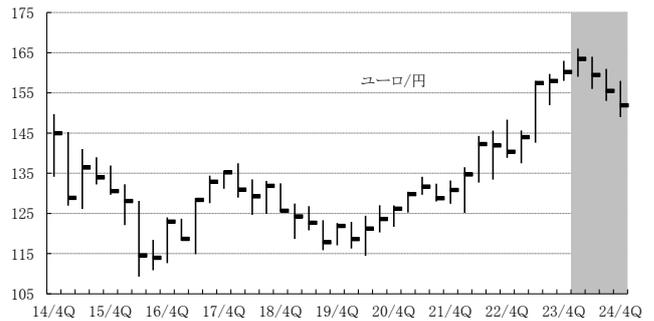
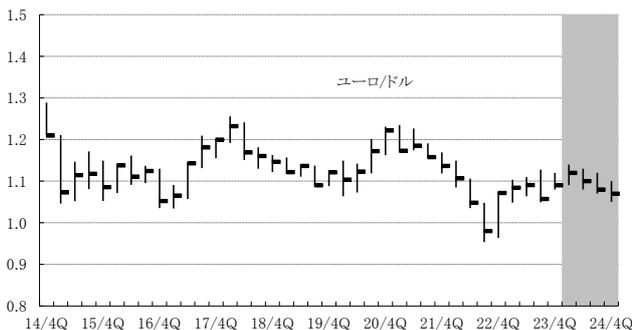
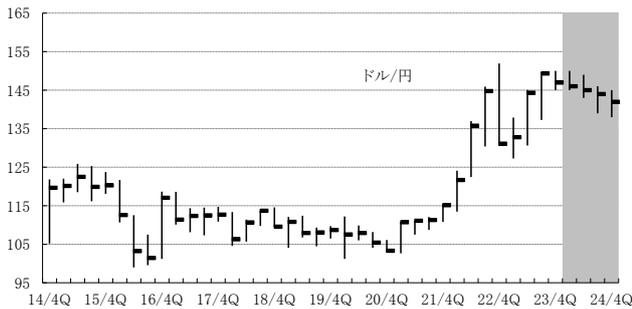
11月のドル/円相場は月初こそ年初来高値を更新したものの、月末にかけては調整色を強めた。主に米10月CPIの弱い結果やFRB高官発言を受けて米金利低下が反応したことによる動きであり為替市場では「もう円安は終わり」との予想が勢いづいている。まったくもって昨年11月に経験したCPIショックと同じ光景だが、利上げ着手から丸2年が経過する2024年以降、FRBが利下げに踏み切る可能性やこれに応じた日米金利差縮小などを背景に円高が進むことは想定範囲内である。しかし、真の問題は「どこまで円高が進むのか」だ。これほどの貿易赤字を背負いながら米国の利下げ局面に対峙した経験を日本は殆ど持っていない。歴史的には貿易黒字が常態であったため、米金利が低下すれば素直に「需給で円高」という地合いが実現してきた。巷の円高予想はそうした過去の経験に引きずられている部分もあろう。また、今後、購買力平価(PPP)からの上方乖離を取り上げて円高予想を展開する向きも出てくるだろうが、率直にどのような調整経路を想定しているのか疑問は残る。日本が貿易赤字国になって10年程度が経過したところで、円が貿易赤字国通貨として過渡期を迎えているという可能性はないのだろうか。筆者はそうした思いと共に「円高へ振れても限定的」というシナリオを堅持したい。

片や、11月のユーロ相場は反転した。対円では15年ぶりの高値を更新するなどその騰勢が耳目を集めた。もっとも、ECBの金融政策がFRBのそれと比較してタカ派色を維持できるといった確証があるわけではなく、むしろ「FRBよりも後に利上げを始めたECBの方が先に利下げに転じる」という声も聞かれるほど、ユーロ圏の実体経済は脆弱性を伴う。11月は金利情勢に関し、米金利の低下幅が域内金利のそれよりも大きかったことから欧米金利差が縮小し、これに対してユーロ相場が素直に反応したに過ぎない。対円での160円超えに至っては単なる円安の結果であり、ユーロ圏からは正当化は難しい。ECB自身がそう認識するように、累次の利上げは確実に域内経済を抑圧しており、与信環境は今後のインフレ収束を暗示している。予測期間半ばを超えてきたあたりでユーロ相場が失速する可能性は十分考えられる。アップサイドリスクを挙げるとすれば、やはり雇用・賃金情勢。7~9月期時点で労働組合における妥結賃金とこれに左右される労働コストは明確な反転の兆しが確認できていない。レーンECB理事も来春まではインフレ収束の判断が難しいと述べており、ECBがハト派転化するとしても4~6月期以降になりそう。ユーロ相場が下落に転じるタイミングとしてはやはり年央以降を警戒したいところ。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1~11月(実績)	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 ~ 151.92 (146.98)	145 ~ 150 (147)	145 ~ 150 (146)	143 ~ 149 (145)	139 ~ 146 (144)	138 ~ 145 (142)
ユーロ/ドル	1.0448 ~ 1.1276 (1.0980)	1.08 ~ 1.12 (1.09)	1.09 ~ 1.14 (1.12)	1.08 ~ 1.13 (1.10)	1.07 ~ 1.12 (1.08)	1.05 ~ 1.10 (1.07)
ユーロ/円	137.45 ~ 164.31 (161.38)	158 ~ 163 (160)	159 ~ 166 (164)	156 ~ 164 (160)	153 ~ 161 (156)	149 ~ 158 (152)

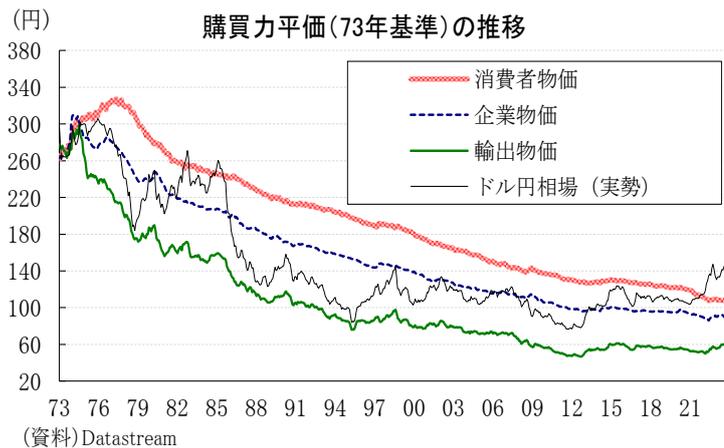
(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内11月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～「円安の終わり」は「円高の始まり」なのか？～
 《ドル/円相場の現状と展望について～PPP への収斂は本当に起きるのか～》
 照会の多い、PPP への収斂について

11月に直面したドル/円相場の続落を受けて円安局面の終焉を唱える声が強くなっている。毎月の本欄で論じている点ではあるが、FRBの姿勢に応じて円安局面がピークアウトすること自体は想定範囲内である。しかし、今後の日本にとって必要になるのは「どこまで(円高に)戻るか」という問題意識だ。日々、投資家や企業の方々と接していると、この「どこまで戻るか」という点について「山が高かった分、谷も相当深いのではないか」という恐怖感を抱く向きは相当増えているように感じる。

こうした議論に際し、やはり購買力平価(PPP)が持ち出されるケースは多い。1年前同様、2024年についても円高予想が支配的になりそうだが、そうした主張を支援する材料としても持ち出されやすくように思える。この点も過去に議論している論点だが、円高地合いと共に照会が増えているため、今一度、「円高とPPPの関係性」について、筆者なりの考え方を提示しておきたい。本稿執筆時点で計算可能な最新の



PPPは2023年10月時点だ。この数字を用いて、改めてPPPと実勢相場の関係を整理しておきたい(図)。具体的な数字を見ると、消費者物価指数(CPI)ベースで108円、企業物価指数(PPI)ベースで90円だ。輸出物価指数ベースは62円だが、歴史的に参考にされたことはほぼ無いので以後、割愛する。実勢相場(約150円、10月時点)はCPIベースPPPと比較して約4割、PPIベースPPPと比較して約7割、過小評価される状況にある。図を一瞥すれば分かる通り、PPPがこれほど無力化した局面は歴史的にも類例がない。敢えて現在に近い状況を見出すとすれば、1980年代前半のドル高局面が挙げられる。ボルカー元FRB議長の連続利上げの時代であり、これに伴うドル高が1985年のプラザ合意まで持続した。現状のドル高・円安は国際協調を必要とするほどドル高が進んでいた時代に近い(というか超えている)。これをどう捉えるべきかというのが分析者としての問題意識になる。

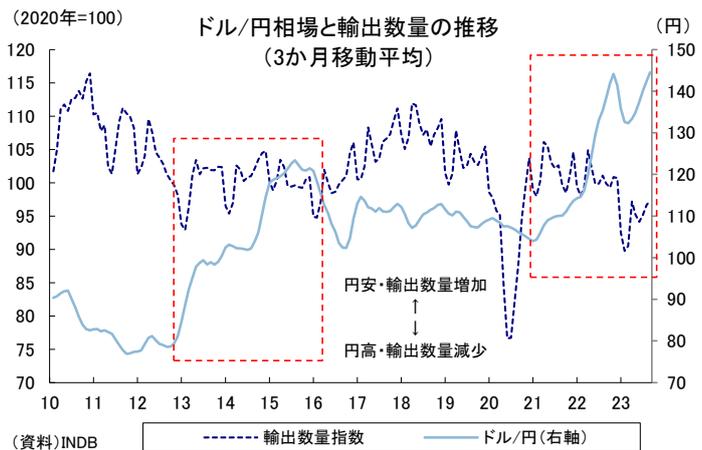
もっとも、足許でPPPを取り扱うにあたっては注意が必要な点もある。過去2年について言えば、海外の強烈な物価上昇を背景として「相対的に物価上昇率に劣る日本の円の購買力が高まっている」という計算になるため、PPPが示唆する水準はにわかに円高へ傾いてしまったという実情もある。とすれば、今後、欧米のインフレ率が穏当になってくるに従ってPPPは円安水準へ揺り戻しも期待される。現在目の当たりにする4割や7割といった過小評価の程度は一時的に誇張された数字になっている可能性があるということだ。しかし、パンデミック直前(2019年12月時点)まで戻ってPPPを見てもCPIベースで122円、PPIベースで95円なので、結局は2割ないし6割程度、円は過小評価されているという計算になる。いずれにせよ、PPP対比で実勢相場が過剰な円安というイメージは大きく変わらない。言い換えれば、「(企業物価ベースの)PPPから大きく乖離した円安局面」というのは今に始まったものではなく、過去10年ずっとそうなのである。これも図を見ればよく分かる。

「過剰な円安」の定義

問題はここからだ。正攻法で考えるならば、現在は PPP 対比で「過剰な円安」なのだから、今後は実勢相場が収斂に向かう（円高・ドル安になる）という主張になる。事実、最近の円高相場を受けて 2024 年以降の円高予想を裏付けるために PPP を用いる例は出てきているし、今後さらに増えるだろう。歴史的に見れば、主要通貨の実勢レートが PPP 対比で大幅な下方乖離で放置・定着したケースはないため、今回の円安も PPP に向かって引き戻されるという声もある。

だが、常に課題先進国と呼ばれる日本では他国が経験してこなかった経済・金融情勢がたびたび現れる。デフレはその象徴であるし、それに伴う超低金利政策の常態化や政府債務水準（GDP 比）の高さもそうだろう。それに加えて、過去の本欄で繰り返し紹介させて頂いたようなデジタルサービスなど、これまで経験してこなかったような外貨流出にも直面している。歴史は参考にはなるが、未来を約束するものではない。そもそも「過剰な円安」の定義は曖昧である。あくまで『「過剰な円安」と言い切るには輸出数量増加を伴う必要がある』という事実を忘れてはならない。PPP 対比で「過剰な円安」という評価が現実化するには、その「過剰な円安」によって輸出数量が増加し、貿易黒字が拡大し、それが実需の円買いとなって現れて円高を促す必要がある。そこまでのルートが確立して初めて、最初の水準が「過剰な円安」だったという話になる。しかし、もはや「円安→輸出数量増加」という経路は機能していない。その経路がないのにどうやって PPP を尺度として「過剰な円安」と言えるのか。熟慮が必要な論点である。

図に示されるように、2021 年以降、これほど円安・ドル高が進んでも輸出数量は目に見えて減少している。2013 年以降のアベノミクスでもそうだった。変動相場制移行後のドル/円相場を見ると、企業物価ベース PPP が上限として機能してきた時代が長かった。しかし、それも 2013 年までの話であり、その頃から貿易黒字が消滅しているという事実から目を背けてはならない。日本が貿易赤字国になって 10 年程度が経過したところで、円が貿易赤字国通貨として過渡期を迎えているという可能性はないのか。



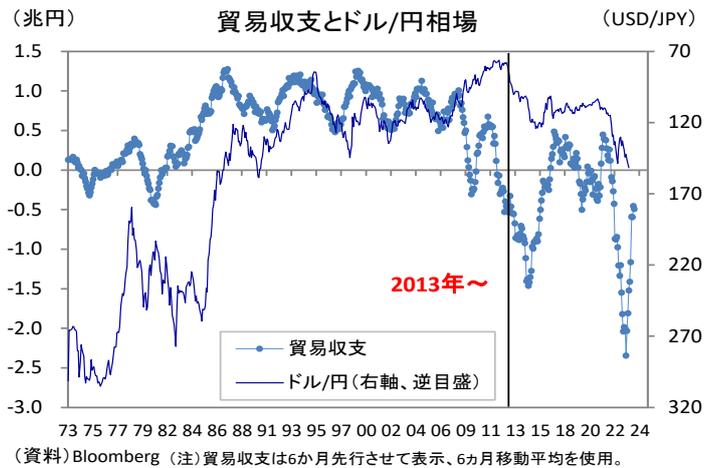
もちろん、「過剰な円安」かどうかは色々な尺度があるので軽々に断言すべきではない。しかし、PPP が円高・ドル安へ修正されるための経路として輸出増加や貿易黒字増加は必要な現象であり、それがもはや期待できなくなっていることを無視して、「PPP が円高を示唆しているので円高になる」という議論は浅薄に過ぎるように思える。

年初 10 か月間の赤字は約▲8.6 兆円

PPP から若干議論は逸れるが、やはり貿易黒字の消滅や貿易赤字の拡大は円安地合いと無関係ではないだろう。本稿執筆時点で明らかになっている年初 10 か月間の貿易赤字は約▲8.6 兆円に達している。このまま 2023 年が終わったとしても貿易赤字としては 2013 年 (▲11.5 兆円) に次ぐ史上 4 番目の大きさだ。多くの市場参加者にとって予想外だった今年の円安だが、需給環境を見れば必然の帰結だったとも言える。因果関係として「円安→輸入増→貿易赤字増」なのか、「貿易赤字増→円安→輸入増」のかを問われることも多いが、両方正しいと言わざるを得ない。歴史的には資源輸入国である日本は原油価

格上昇と共に貿易収支を悪化させてきた経緯がある。

しかし、それが原因で円安が引き起こされているという事態までは議論が及んでこなかった。これは日本の歴史上、「円安になれば輸出数量が増え、貿易収支の悪化が限定される（もしくは逆に改善も期待できる）」という時代が長かったからだろう。2013～14年がまさに大きな貿易赤字と大幅な円安が併存した局面だが、この頃は「アベノミクス（≒異次元緩和）で円安になっている」という理解が流布されており、貿易赤字に円安の原因を求める議論は無かった。しかし、こうして歴史を振り返

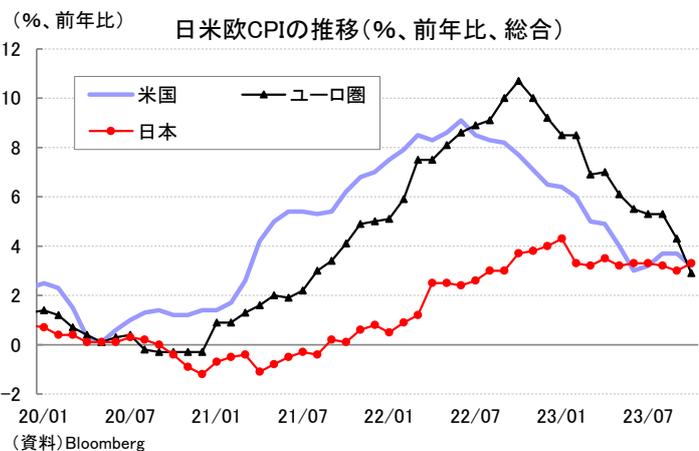


ってみると、貿易赤字それ自体が円安相場を加速させる側面は否めない。図に示すように、日本は過去10年、大きな円高を経験していない。前掲図に見るように、PPPがそれまで上限として機能していた企業物価ベース PPP を上抜けして、二度とそこに戻ってこなくなったのもちょうど10年ほど前からだ。円安によって輸出が増えなくなった国として、円高への調整が働きにくくなっているのではないのか。

「円高の歴史はデフレの歴史」に終止符では？

以上の議論は需給に照らしたものだが、PPPは物価尺度に照らした考え方であるため、この点も議論しておく必要がある。変動相場制移行後のドル/円相場の歴史が「円高の歴史」だったのは、日本が世界で唯一のデフレに陥っていたことと理論的に整合的だった。しかし、この点についても状況は変わりつつある。周知の通り、現在の日本は空前の人手不足に直面している（詳しくは過去のみずほマーケット・トピック¹をご参照下さい）。人手不足が慢性化する社会において名目賃金が上がらないということは基本的に有り得ないだろう。政府・日銀の公式見解はともかく、もはや日本経済についてデフレという問題認識を抱いている市井の人々は少なくなってきているはずだ。

これまでは「インフレの米国」と「デフレの日本」という PPP 計算上は圧倒的に円高が正当化されやすい構図があり、貿易黒字もあって実際に円高は進んできた。しかし、人手不足を背景として賃金上昇が当然になる社会において、この構図も徐々に変わってくるだろう。瞬間風速ゆえ、月次データから大きなことを言うべきではないが、少なくとも今年に関して言えば、CPI で見た日米欧の物価格差は概ね消滅している（図）。仮に、もう「日本だけデフレ」とい



う構図を前提としないならば、PPPも少しずつ円安・ドル高方向へ修正されていく可能性はある。「修正

¹ 2023年10月4日号『続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～』をご参照下さい。

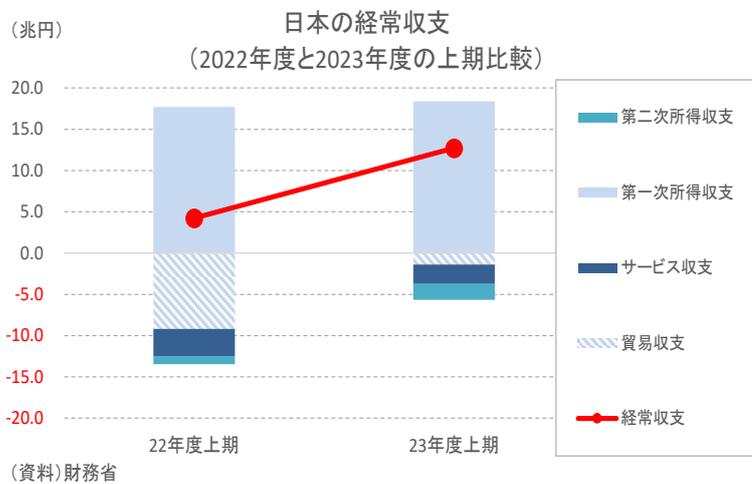
されるのは実勢相場ではなく PPP」という目線である。需給構造は言うまでもなく、物価環境も 10 年前とは様変わりしていることを認めた上で、PPP と円の関係の議論をしたいところだ。

冒頭でも述べたように、「PPP から大きく離れているから円高に戻る」という主張は 2024 年の見通しが話題になる中、恐らく頻繁に登場すると思われる。しかし、それだけでは「売られ過ぎたから買い戻されるはず」というテクニカルなトークに過ぎない。もちろん、「売られ過ぎたから買い戻されるはず」という主張にも同意できる部分はあるし、FRB の姿勢転換は買い戻しの契機になるはずだ。とはいえ、そうした刹那的な議論に終始するだけでは日本経済の直面している構造変化を捉えるには至らないし、なぜここまで執拗な円安相場が続いたのかという問題を解き明かすにも至らないだろう。

《円相場の基礎的需給環境について～上半期の国際収支の読み方～》

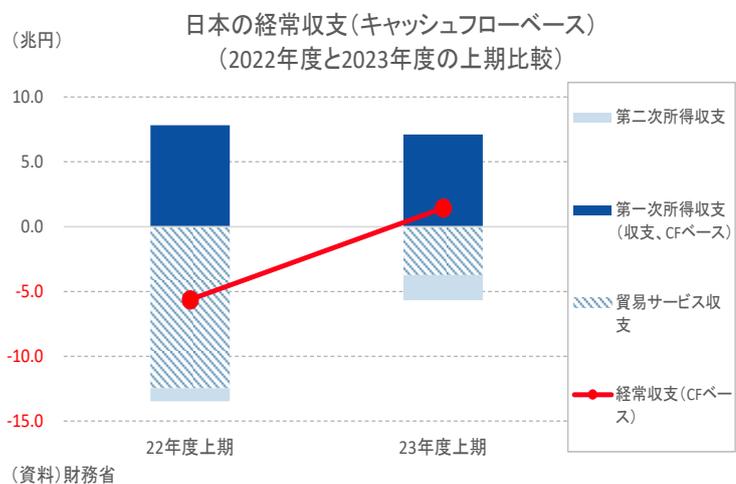
キャッシュフローベースでの黒字は 10 分の 1

11 月 9 日、財務省が発表した 2023 年度上期（4～9 月）の国際収支統計（速報値）は経常収支が+12 兆 7064 億円と黒字幅に関して「前年同期から 3 倍」となり、それが「年度の半期ベースで過去最大」であることがヘッドラインで取りざたされた。2023 年度上期の国際収支統計のポイントを 3 つ挙げるとすれば①貿易収支赤字の縮小、②旅行収支黒字の拡大、③その他サービス収支赤字の拡大であり、①と②の影響が、③の影響を上回る



局面だったと言える。まず①について言えば、貿易収支赤字は▲1 兆 4052 億円と前年同期（▲9 兆 1814 億円）から+7 兆 7762 億円と大幅に改善しており、②も旅行収支黒字（+1 兆 6497 億円）が前年同期（+1102 億円）から+1 兆 5394 億円と実に 10 倍以上の黒字に膨らんでいる（もっとも鎖国状態からの急回復を過大評価すべきではない）。片や、③については、その他サービス収支赤字が▲3 兆 7235 億円と前年同期（▲2 兆 8887 億円）から▲8348 億円の拡大を見せている。

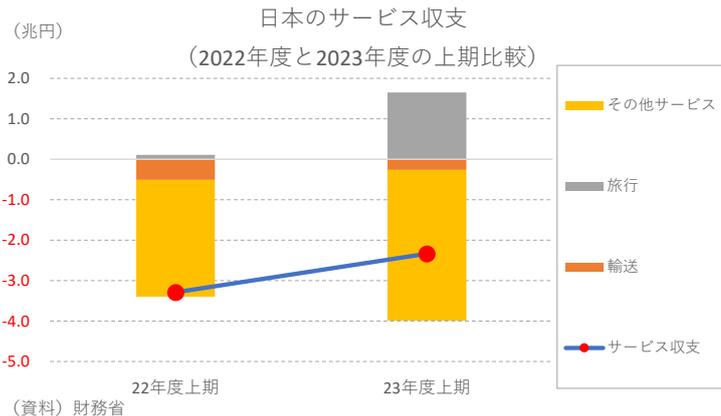
総合すると 2023 年度上期の経常収支黒字拡大は基本的に貿易赤字縮小と同義であり、その主因は言うまでもなく原油価格の下落（前年同期比▲25.3%の 1 バレル 83.52 ドル）であった。そうした市況要因は確かに大きなものだが、構造的な事実を含むわけではなく、過度に大騒ぎすべきでもない。なお、本欄で試算し、毎月確認しているキャッシュフロー（CF）ベースの経常収支は 2023 年度上期で約 +1.5 兆円と黒字であった。前年同期が▲



5.6 兆円だったことを考えると円相場の需給環境は間違いなく改善はしている。とはいえ、CF ベースで見れば、統計上は約+12.7 兆円あった経常黒字が 10 分の 1 程度に圧縮されてしまう事実はやはり円相場の中期見通しを検討する上では忘れてはならない（前頁図）。ちなみに 1～9 月合計で CF ベース経常収支を計算すると▲2 兆 2211 億円と▲6 兆 8125 億円からは大幅に改善しているものの、依然として赤字が確認され、年初来の円安地合いと平仄が合うようにも思える。

その他サービス収支赤字は過去最大

引き続きサービス収支赤字が大きいことも注目に値する。インバウンド需要の猛烈な回復を背景に旅行収支黒字が拡大し、サービス収支赤字が縮小（▲3 兆 2884 億円→▲2 兆 3347 億円）していることに目が奪われがちだが、サービス収支全体を規定するその他サービス収支赤字も非常に大きな水準を記録している。上述したように経常収支黒字は「年度の半期ベースで過去最大」を記録しているが、その他サービス



収支赤字も「年度の半期ベースで過去最大」である。これまでその他サービス収支赤字は（年度半期ベースで）1 度も▲3 兆円台をつけたことがなかったが、▲3 兆 7235 億円と▲4 兆円に迫っている。原油価格など商品市況に依存しやすい貿易収支や海外景気動向にも影響される旅行収支に比べて、巨大プラットフォームへの支払などに規定されるその他サービス収支赤字は基本的に今後も増勢が見込まれる。これは経常収支黒字の水準を切り下げる要因として、ひいては円安要因として懸念すべき動きだ。

もちろん、旅行収支黒字も過去最高ペースで積み上げられており、+1 兆 6497 億円の黒字はやはり「年度の半期ベースで過去最大」である。だが、日銀短観などから読み取れる宿泊・飲食サービス産業における強烈な人手不足を踏まえれば、もはや日本にはインバウンドの需要があっても供給を持続するのは難しい局面に入ってきている。まとめると旅行収支黒字が得られる外貨は天井が近い一方、デジタルサービスなどを中心として支払が増えているその他サービス収支赤字の拡大余地はまだ大きいというのが日本のサービス収支が直面する状況である。いくら観光のような労働集約的な産業でいくら外貨をかき集めても、プラットフォームサービスのような資本集約的な産業から得られる外貨の払いが止まる目途が立っていない現状がある。これを調整する相場現象として中長期的な円安は必要という考え方はある。

《米金融政策と円相場の関係について～貿易赤字国として迎える米利下げの意味～》

米利下げと円高の歴史

2024 年の円相場見通しは FRB の利下げ時期とこれに伴う米金利低下を当て込んだ円高予想が支配的になりそうである。その契機となったのが米 10 月 CPI の下振れであり、それ自体は 1 年前に見た光景と全く同じである。しかし、利上げ開始から丸 2 年が経過し、「今度こそはリセッションとそれに伴う利下げ」を信じて疑わない市場参加者はますます増えているように感じられる。2 年連続の CPI ショック

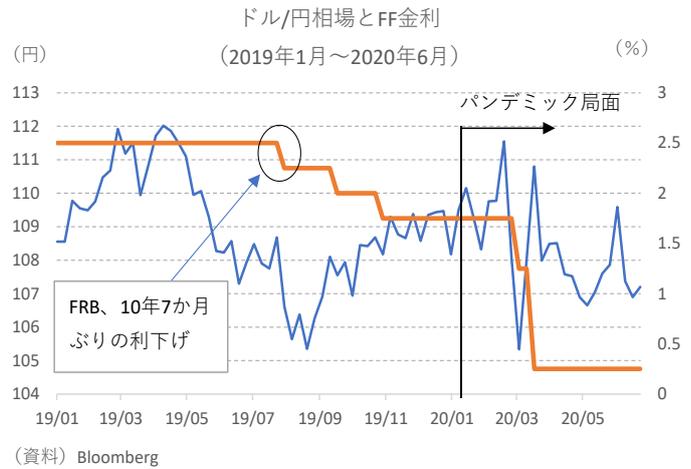
は今度こそゲームチェンジャーになるのだろうか。確かに、一方的な円安の流れはこれで止まる可能性も出てきている。しかし、これまでも繰り返し論じているように、真の問題は「利下げが到来したとして、どこまで円高が進むのか」だ。FRBの利下げに応じて円高予想が流行しやすいのは過去の経験に基づくもので、これまで100%そうだったとは言えないものの、そのような事実は確かにある(図)。周知の通り、1985年のプラザ合意以降、日本は長らく世界的な貿易黒字大国として君臨してきた。例えば米利上げ局面において金利差が拡大し、投機的取引が円売り・ドル買いに傾いても、貿易黒字に裏付けられた実需は常に円買い・ドル売りを正当化していた。これは2010年頃まではそうだった。その後、米利下げ局面が到来すれば、「投機の円売り」は巻き戻されて円買いに転じ、元々存在する「実需の円買い」も相まって投機・実需の両面からヒステリックな円高が演出されやすくなる。ラフだが、これが為替市場で円安よりも円高の方が高いボラティリティを誇ってきた理由だろう。



例えば米利上げ局面において金利差が拡大し、投機的取引が円売り・ドル買いに傾いても、貿易黒字に裏付けられた実需は常に円買い・ドル売りを正当化していた。これは2010年頃まではそうだった。その後、米利下げ局面が到来すれば、「投機の円売り」は巻き戻されて円買いに転じ、元々存在する「実需の円買い」も相まって投機・実需の両面からヒステリックな円高が演出されやすくなる。ラフだが、これが為替市場で円安よりも円高の方が高いボラティリティを誇ってきた理由だろう。

貿易赤字国として迎える利下げ

これに対し、今や日本の貿易収支は基本的には赤字、パンデミック前を振り返っても「良くても均衡」くらいのイメージにとどまっていた。もうヒステリックな円高を後押しするような実需環境は日本には無い。同時に、こうした実需環境を抱えながら米利下げ局面を迎えた経験も日本には殆ど無い。「殆ど」と付けるのは2019年7月末、FRBは10年7か月ぶりの利下げに踏み切っているが、この際の日本は貿易赤字国だったという経験があるためだ。その際のドル/円相場は翌8月こそ円高・ドル安に振れたものの、直ぐに円安・ドル高に戻っている(図)。その後、パンデミックが到来し、FRBは一気にゼロ金利まで引き下げたが、これによって円高・ドル安が進んだという印象はやはりない。パンデミック局面は平時と比較できないとしても、2019年8～12月において、それほど円高が進まなかったことは2024年を展望する上で参考になる情報だと筆者は思っている。



日本の貿易赤字とFRBの政策運営

	日本の貿易赤字 (単位: 100万円)	FRBの局面	備考
2011年	-2,565	現状維持	
2012年	-6,941	現状維持	
2013年	-11,468	現状維持	
2014年	-12,816	現状維持	
2015年	-2,792	利上げ	12月FOMCで9年半ぶり利上げ
2018年	-1,225	利上げ	
2019年	-1,668	利下げ	7月FOMCで10年7か月ぶり利下げ
2021年	-1,784	現状維持	
2022年	-20,330	利上げ	

(資料) 財務省、FRBから筆者作成

なお、図にも示すように、1985年以降、日本

が暦年で貿易赤字を記録したのは 11 回で、そのすべてが 2011 年以降に起きた話だ。そうってしまった背景にリーマンショック後の超円高や東日本大震災を受けた電源構成の変化などを受けた日本企業の海外生産移管があった可能性は非常に高いと言われるが、その点の考察は今回、脇に置かせて頂く。昨年 9 月に刊行した拙著『「強い円」はどこへ行ったのか (日経プレミア)』でも強調し、日々の本欄でも繰り返して述べている点だが、2011 年前後、円相場は構造的な分岐点を通過したのではないかとというのが筆者の仮説である。

2023 年の予想失敗を踏まえ、1 年前に踏み込んだ円高予想を展開していた向きも恐らく「それほど円高には戻らない」というトーンが増えてくると察する。しかし、上述したように、「思ったほど円高にならない」というのはもう 10 年前から起きている話であり、去年や今年に始まったものではない。パンデミックと戦争が重なったことでインフレが焚きつけられ、内外金利差が極端に開き、資源価格も高止まりする中で元々抱えていた円安になりやすい構造が浮き彫りになったのが過去 1~2 年であり、これからは「過度な円安」が「穏当な円安」になる程度の認識を持ちたいところだ。もはや「通貨高は当たり前ではない」という思いを念頭に、2024 年以降の見通しを検討すべきと考える。

《円相場の現状と展望について～過去最低に肉薄する名目実効相場～》

円の NEER、今次局面で最安値に

11 月下旬のドル/円相場は米金利低下に伴ってドル売りが優勢となり、約 2 週間ぶりの安値となる 149 円台まで下落した。2024 年を迎えるにあたって FRB の利下げ時期を当てるゲームは本格化するであろうし、これに伴ってドル売り・円買いが進むことも想定内の範囲内である。日々、需給環境の変化とそれに根差した円安相場を議論することが多いため勘違いされやすいが、筆者の基本的な立場は「昔に比べて需給要因の説明力が相対的に上がっているのではないか」というもので金利要因が皆無とは考えていない。世界の資本コストである FF 金利が引き下げられることの影響が全くないはずがない。

恐らく予測期間中の円相場は対ドルで反発する可能性が高い。しかし、だからと言って「弱い円」に対する評価が一転するわけではない。名目実効為替相場

(broad ベース、以下単に NEER) を日次で見た場合、11 月 16 日時点で 74.39 だ(図、※本稿執筆時点となる最新 11 月 20 日時点では 75.34)。74.39 は 2022 年 3 月に始まった今次円安局面で最安である。遡及可能な 1996 年 4 月 11 日以降で見ると、過去最安値は 1998 年 8 月 11 日 (74.35) であり、11 月はこれに肉薄



(資料) macrobond、23年11月20日時点まで。

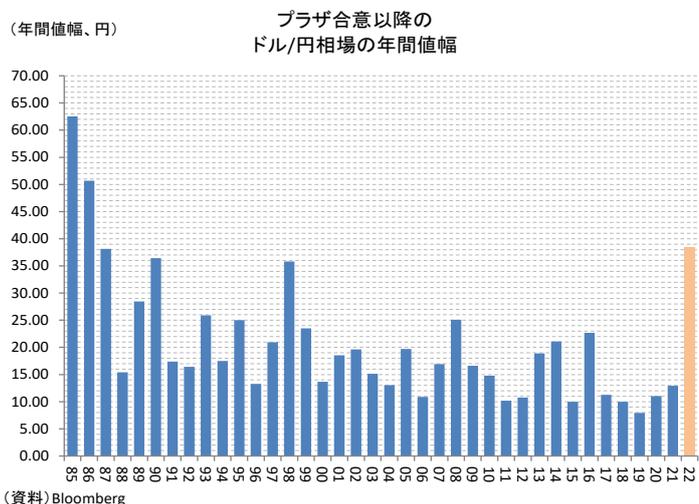
したことになる。NEER は「特定の 2 通貨間の為替レートをみているだけでは捉えられない、総合的な為替レートの変動をみるための指標 (日銀 HP より抜粋)」と定義される。対ドルだけではなく、為替市場全体における「円の売られている程度」(言い換えれば「円の弱さ」)にフォーカスした場合、2023 年は既に 2022 年よりも「円安の年」である。

具体的に数字を見ると、円の為替相場に関し、2023年の最安値(151.92円)は2022年のそれ(151.94円)とほぼ同じだが、NEERに関して言えば、2023年の最安値(74.39)が2022年のそれ(76.53)を優に更新している。これが意味するのは、「円安はドル高の裏返しとは限らない」という本欄が執拗に繰り返してきた事実に他ならない。主要貿易相手国の通貨に対してすべからず売り込まれることで、NEERベースでは2022年を超える円安が実現している。2022年は下落幅が大きかった一方、2023年はそこからの反発が弱く、むしろじりじりと対ドル以外での売りが進展した。その結果、NEERが歴史的な安値を切り下げるに至っている。「弱い円」としての地位が一段と固まったのが2023年だったと言える。

現在はぎりぎり歴史的なレンジの内側

ちなみに民主党政権下で円が対ドルで史上最高値をつけた2012年10月末を起点とすると、同年12月の第二次安倍政権発足を挟んで2015年6月末にNEERは約▲30%下落している。しかし、この下落幅はNEERが史上最高水準(124円)から調整する過程で記録した変化率であることも割り引く必要がある。なお、2015年6月末の底値を起点としてNEERは2016年6月末までの1年間で+24%上昇している。過去10年を振り返ると、これが最後の円高局面だった。2016年6月にかけて円相場が急伸した理由は様々だが、2015年12月に10年ぶりの利上げ路線に米国が復帰したものの、2016年は内外の経済・金融情勢から追加利上げが続かず、日米金利差が当初の想定ほど拡大に至らなかったことは大きかった(2回目の利上げは約1年後の2016年12月まで封印された)。さらに決定的な2016年の出来事として英国のEU離脱(ブレグジット)路線が国民投票で確認され、「リスクオフの円買い」が起きたことも一因とされた。投票は日本時間2016年6月24日午前に投票が締め切られ、同日の円相場は対ドルで99円付近まで急騰した。100円割れはこれを最後に起きていない。しかも、そうした円急騰は一瞬の出来事であり、その後、ブレグジットを巡って不透明感が色濃くなっても円買いは発生しなかった。

この2016年6月までの急騰を最後に円相場は「嵐」の時代に入る。例えば対ドル相場に関して言えば、2019年の値幅が8円を割り込むという異様な事態に至った。もちろん、これは史上最小値幅であり、当時は「円相場はなぜ動かないのか」が相場のテーマにもなった。ちなみに2018年も10円を割り込んでおり、「嵐」は大量高速取引が浸透した結果の新常態ではないかという言説もあった。基本的にこの「嵐」状態は2021年いっぱい続いたが(図)、今思えばこれが「嵐の前の静けさ」だったということになる。2022年



以降、特に同年3月以降、パンデミックや戦争を背景とする諸条件の変化が円売りのトリガーになった。具体的にはパンデミック直後における異常な経済・金融情勢(過剰貯蓄やペントアップ需要の開放、人手不足の慢性化による賃金上昇など)に加え、ロシアのウクライナ侵攻(2022年2月24日)も重なって、各国でダイヤモンドプルおよびコストプッシュの両面からインフレ圧力が高まった。結果、海外中銀ではまとまった幅の利上げが続き、円に対する内外金利差も急拡大した。これ自体が円売りの契機になった

のは間違いない。しかし、そこへ財の供給制約や資源価格の急騰も重なったことで日本の貿易収支赤字が急拡大するという需給の大崩れも重なった。「世界で唯一のマイナス金利」と「需給の大崩れ」という条件が重なって円売りが起きないわけがなかった。NEERは2021年12月末を起点とすると、足許(2023年11月20日)にかけてNEERは約▲17%下落し、過去最低の更新を視野に捉える現状である。

もっとも、入手可能な1996年以降のNEERを振り返ってみると、現在は歴史的な安値であるものの、概ね75を下限、105を上限とするレンジから明確に逸脱したとまでは言えない。俯瞰すればポスト・リーマンショック(2008~12年)の局面だけが異常な円高だったという見方もできなくはない。

NEERは崖の手前に立っているのか

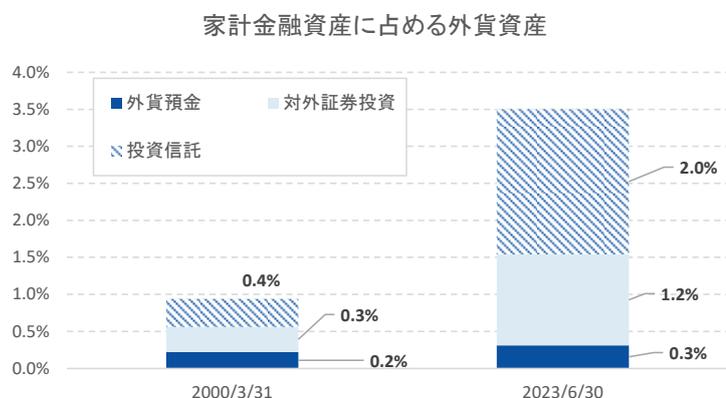
しかし、その異常な円高が約5年も持続した結果、国内製造業の海外生産移管は進み、2011年3月11日の東日本大震災がその流れに拍車をかけたとも言われる。事実としてその後、持続的な円高局面は経験していないのだから、構造変化は完了しており、NEERは今後、下限を切り下げていく可能性も十分ある。そう考えると現在のNEERは歴史的な水準に沈む直前、言ってみれば「崖の手前」に立っているような状況かもしれない。既に論じたように、2024年以降に想定される米国の利下げ局面は日本が貿易赤字国として迎える実質的には初めての局面である。上述したように2019年8~12月の5か月間は「平時において貿易赤字で米利下げを経験した」という短い貴重な手がかりとなる。この時は一時的な円高の後、直ぐに円安へ戻っており、サンプル数こそ少ないものの参考にした結果だとは捉えている。

少なくとも現時点において、米国の利下げがNEERで示唆される円の弱さを一変させるような展開は想像が難しい。また、以上は名目ベースの議論だが、実質ベースの議論になれば相対的なインフレに劣る日本の通貨安は一段と度を強めることになる。「円安が止まる」ということと「安い日本が終わる」ということは全く同義ではない。1ドル150円が130円や125円になったとしても、恐らく日本では「海外旅行は高い」、「輸入品は高い」という話をしているだろう。国民生活においては「安い日本が終わる」ことの方が重要な論点であることは言うまでもない。

《メインシナリオへのリスク点検～「資産運用立国」元年は「家計の円売り」元年か～》

「家計の円売り」の登竜門となる外貨預金

円安相場はピークアウトの兆しを見せているものの、依然として円の名目価値は大きく棄損した状態が続いている。こうした状況が家計部門の運用行動に与える影響は小さくないだろう。過去の本欄でも政府が旗振りする資産運用立国の旗印の下、「家計の円売り」が盛り上がる展開こそ為替市場ひいては日本経済にとって最大のリスクと議論した。2023年6月末現在、約1100兆円存在する現預金(除く外貨預金)



のうち、10%でも外貨に向かえば110兆円の円売りに繋がる。これは当然円安に繋がる話だ。また、民間銀行部門の保有する現預金が日銀当座預金を介して国債消化に繋がっている現状があるのだから、

「家計の円売り」は円金利にとってもリスクを帯びる話である。だが、そうしたリスクが指摘されながら、政府の旗振りも手伝い、今や資産運用を指南するような新聞・雑誌の特集は目にしない日が無い。

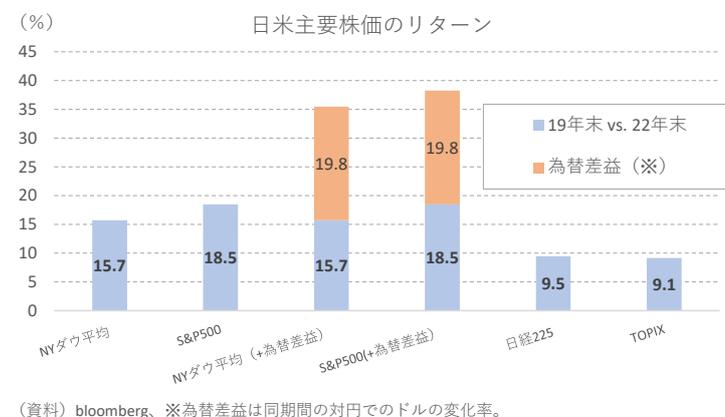
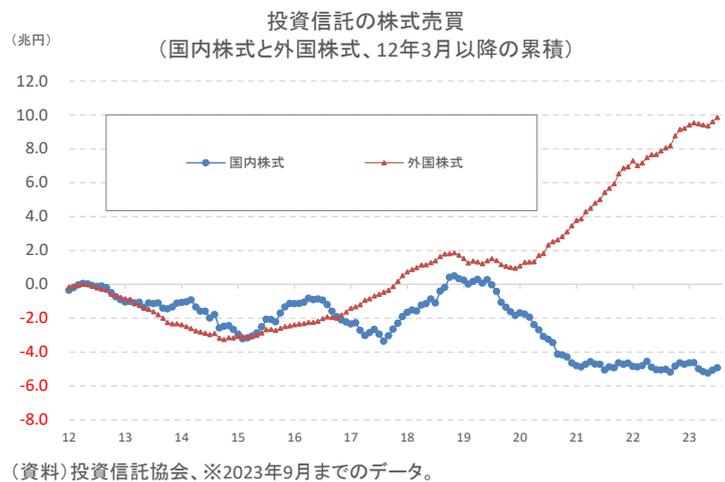
資産運用と円相場の関係性に着目した取材や照会も増えている。例えば 11 月 3 日付の日本経済新聞では『ドル定期預金の魅力増す 1年6%も、手数料に注意』と題し、国内主要行の外貨預金金利が軒並み高い水準にあることやこれにまつわるリスクが紹介されていた。日経新聞でこれほど大々的に「高金利の預金」が紹介されれば、食指を動かした層もいるかもしれない。外貨預金に関して言えば、リスクと言っても為替リスクを除けばあくまで「預金」であり運用の手始めとしては極めて検討しやすい選択肢になることは想像できる。もっとも、過去四半世紀で見れば、家計金融資産に占める外貨資産の割合は 2000 年 3 月末の 0.9%から 2023 年 6 月末の 3.5%へ 4 倍になっているものの、外貨預金部分は 0.2~0.3%程度で変わっていない（前頁図・下）。「貯蓄から投資」の本格化に伴い、これから比率が上昇してくる可能性は着目されるが、預金はあくまで外貨運用としてはマイナーな部類にとどまりそうだ。

基本的に伸びているのは投資信託

片や、過去四半世紀で最も比率が顕著に上昇した外貨資産は投資信託だ。前掲図に示すように、家計金融資産に占める外貨建て投資信託は比率にして 0.4%から 2.0%へ 4 倍になり、金額にして約 5 兆円から約 42 兆円へ 8 倍になっている（筆者の試算値）。外貨預金よりも価格変動リスクは高いものの、パンデミック以前からある米国株投資ブームに沿って投資信託経由の外国（≒米国）株式購入は強い勢いを維持していることが分かる。投資信託協会のデータを見てもパンデミックの始まった 2020 年以降、「国内株から外国株へ」のシフトは鮮明であり（図・上）、それ自体が相応の円売りを包含した結果が今のドル/円相場の水準になっている疑いは否めない。

なお、累次の利上げに伴って 2022 年以降、米国株式は大きな下落を経験したが、円を原資として米国株式に投資していた日本の家計部門は激しく進んだ円安・ドル高によって為替差益も得ており、トータルの仕上がりとしてはそれほどの痛手に至っていないと推測する。それは結果だけ見れば投資の成功体験であり、今後政府が「貯蓄から投資」を奨励していく上での追い風になる。ちなみに 2019 年末と 2022 年末の変化率で

評価した場合、米国株投資から得られるリターンはキャピタルゲインそのものよりも為替差益の方が大きかった。同期間における米国株の主要インデックスが▲20%近く下がったとしても、為替差益だけで



概ね乗り切れたイメージだ（前頁図）。それほど円安の震度は大きいものであり、個人投資家の行動に持続的な影響を持つ可能性も十分考えられるだろう。

ちなみに QUICK 社と日経ヴェリタスが共同実施した 10 月の「月次調査〈外為〉」では「資産運用立国構想は為替にどう影響するか」という質問が行われた。ここでは「円相場への影響はない」との見方が 63% を占めたものの、「円安方向に作用」との意見は 26%、「円高方向に作用」は 4% にとどまっていた。また、「ご自身の資産を投資する際に今後の運用対象として最も魅力的だと思う金融商品は何ですか」という質問では国内株式（41%）と国内債券（3%）との回答が合計 44%、海外株式（39%）と海外債券（13%）との回答が合計 52% になっており、海外への投資意欲が強いことも分かる。さらに、「ご自身の資産を投資する際に最も魅力的な地域はどこだと思いますか」との質問では米国が 79% で圧倒的に多く、これに日本（44%）、インド（24%）が続いていた。為替への影響に確信は持てないものの、「自分の資産形成はドル建て資産を選ぶ」という本音が透ける。このような調査結果を見る限り、家計が「貯蓄から投資」を進めるほど、日本株への投資も進みつつ、同時進行で「円から外貨」も避けられないと思われる。

円売りを背負う「新たな投資家層」

報道を見ていると資産所得倍増計画が既に始まったかのように感じられるが、NISA（少額投資非課税制度、以下新 NISA）の拡充や iDeCo（個人型確定拠出年金、以下新 iDeCo）の改革（加入年齢の引き上げ）が走り出すのは 2024 年以降だ。よって「家計の円売り」というテーマが現実的な話として監視され、議論・分析されていくのは年明け以降である。今後、為替市場の重要論点として注目されてくるだろう。

なお、資産所得倍増計画では新 NISA や新 iDeCo の存在ばかりが注目されるが、同計画の「第五の柱」としては「安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実」が謳われている。ここでは「金融経済教育を受けたと認識している人は 7% に留まる一方、金融経済教育を行うべきと回答した者は 7 割を上回っており、金融経済教育を求める国民の声は大きい」と金融教育の必要性が明記され、資産運用を行わない理由の 4 割が「資産運用に関する知識がない」と回答されている現状を指摘している。その上で「こうした層に安定的な資産形成の重要性を浸透させていくため、金融経済教育を届けていくことが重要」と結んでいる。計画を通じて、現行制度で利用できる金額や対象年齢が拡大されることはもちろん、金融教育を施すことで「新たな投資家層を創造する」という意図が透ける。今後、「貯蓄から投資」が進めば、「安い円」を契機に決断する層は多いだろう。そのように考えれば政府が創ろうとしている「新たな投資家層」は円売りを背負う、これまでの日本社会には存在しなかったものと言える。

政府が「貯蓄から投資」というスローガンを初めて掲げたのが小泉政権の「骨太の方針」（2001 年 6 月）であり、その後、繰り返し謳われながらも不発に終わって来た。もっとも、これまでは「円高の歴史」だったのだから「円の現預金」は為替リスク回避という意味では最善の選択であったとも言える。しかし、巨額の貿易黒字という「鉄壁の需給環境」に支えられ最終的には円高へ引き戻されてきた過去の円安局面と異なり、現在はあくまで貿易赤字と低金利という正真正銘のファンダメンタルズに支えられている印象が強い。この点に照らせば、個人投資家の相場観が「今回は違う（this time is different）」という思いを強め、円安相場の持続性を信じながら外貨投資を進めても不思議ではない。

キャッシュフローベースでの経常黒字は 10 分の 1

依然、日本が経常黒字国であることを理由に「円高へ戻る」という声も根強く、そうした情報に当てら

れた個人投資家においては「今回は違う (this time is different)」という思いは抱けないかもしれない。実際、日本の報道を見ても、2023 年に入ってからでは経常黒字の水準が改善していることについて執心する論調が支配的だ。だが、経常黒字はもはや絶対の防御壁ではない。この点は CF ベースで経常収支を見るべきと筆者は繰り返し強調している。上述の通りだが、日本の経常黒字は貿易サービス収支の大きな赤字を第一次所得収支の大きな黒字が補って余りあることで維持されている。第一次所得収支の受取の 4 割弱が海外有価証券から発生する利子や配当金で、それらが通常は外貨のまま再投資されるであろうことを考慮すれば、「統計上の黒字」は決して「実務上の CF」にはなり得ないと推測される。また、第一次所得収支の受取の 3 割弱は日本企業の海外現地法人などが稼いだ利益のうち、現地にそのまま再投資される再投資収益だ。これは文字通り「外貨のまま再投資される」ことが定義であるため、やはり「実務上の CF」には繋がっていないと思われる。仮に、経常収支の仕上がりから円相場への含意を導き出したいならば、そうした「戻ってこない黒字」の部分を控除し、CF ベースで経常収支を評価する必要がある。

筆者は今次円安局面には日本固有の要因が寄与していると常々主張してきた。そうでなければ NEER ベースでここまで独歩安にはならないだろう。この点、長引くマイナス金利政策は日本固有の要因の 1 つには違いない。しかし、日本の低金利とこれに伴う日米金利差の拡大だけで 1 年半以上にわたる円安局面の全てを説明できるのだろうか。筆者は難しいと思う立場だ。そこで CF ベースで見た経常収支が赤字になっている事実を目を向けてきた。1 年前の状況を思い返して欲しい。「FRB が利上げ停止局面に入ってもドル/円相場が 150 円台に定着する」と考えていた識者はいなかったはずだ。そうであれば、米金利以外にも円安の要因を検討するのが筋である。既に論じた通り、2023 年上期の経常収支黒字が CF ベースで見れば 10 分の 1 程度になる。こうした「真の円買い」需要の乏しさは見通し上、考慮したいものだ。

2024 年は「円売り」元年となるか

こうした CF ベースではさほど大きくない経常黒字という問題に加え、過去の本欄で何度も論じてきた「新時代の赤字」(デジタルサービス取引やコンサルティング取引、研究開発サービス取引などにまつわる赤字)からの外貨流出も増えている。それが主因だとは言わないものの、近年拡大傾向を強めているサービス収支赤字も長引く円安の遠因となっている恐れが十分考えられる。

もちろん、こうした従前から筆者が提唱する「需給構造の変化が長引く円安の原因」という仮説は、米国が本当に利下げに転じた際に改めて正当性が問われるもので、まだ立証されたわけではないし、そういう意味では 2024 年以降が正念場という見方もできる。また、依然保守的な高齢者層が日本の人口動態では多数派であるため「貯蓄から投資」は進むとしても緩やかなものにならざるを得ない。しかし、米国が利下げに転じ、数回の利下げがあったとして、かつての主戦場だった 100~120 円のレンジに戻れるのか。少なくとも市場参加者がでそう考える向きは大分少なくなっているように思える。これは 1 年前対比では大きな変化であろう。こうした現状を若い世代は肌で感じているのではないかと思う。とすれば、「貯蓄から投資」が全く進まなかった過去と比較して、それは徐々にしかし確実に進むと筆者は予想している。少なくとも為政者においては、そのような心構え(警戒)を期待したいと思う。

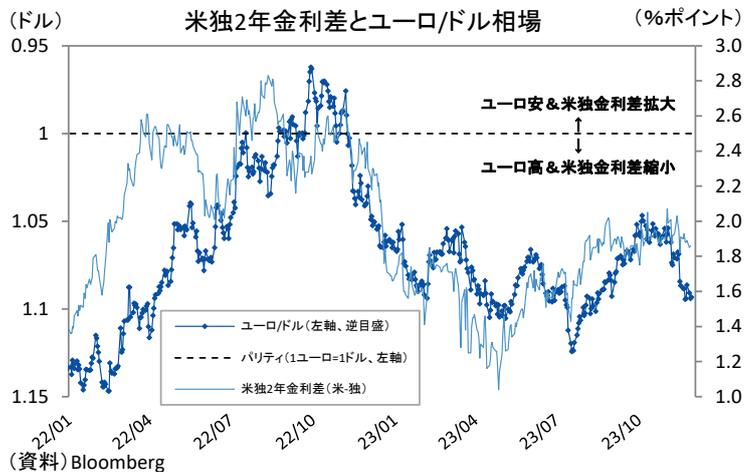
2024 年は「資産運用立国」元年だ。それは同時に、多くの個人投資家にとって「円売り」元年となる可能性を秘めており、日本の金融市場ひいては日本経済にとって節目になる可能性も秘める。想定外の円安リスクを警戒するという立場から 2024 年以降、緊張感をもって家計動向をウォッチしていきたい。

◆ ユーロ相場の見通し～堅調さの背景はどこにあるのか？～

《ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～確実に浸透する利上げ効果～》

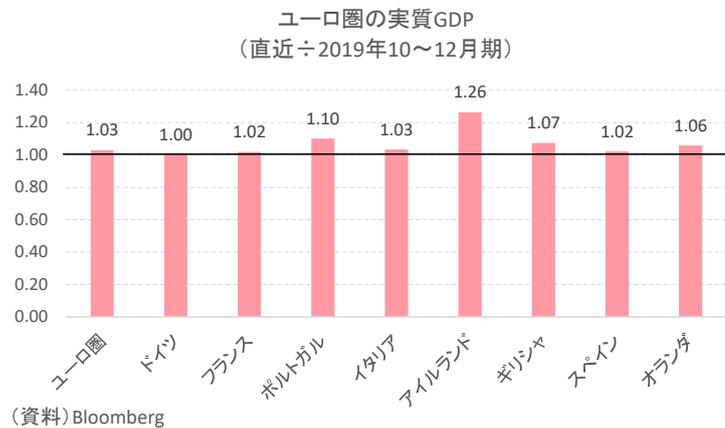
ユーロ圏経済の現状

米金利のピークアウトが鮮明になったところで、目下、ユーロ相場が堅調を取り戻しつつある。もっとも、ECBの金融政策がFRBのそれと比較してタカ派色を維持できるという確証があるわけではなく、むしろ「FRBよりも後に利上げを始めたECBの方が先に利下げに転じるのではないか」という声も聞かれるほど、ユーロ圏の経済・金融情勢は脆弱性を露呈している。金利情勢に関し、米金利の低下幅が域内金利のそれよりも大きいことから、欧米



金利差縮小に対して素直な反応が為替市場で出ているだけと言える(図)。それほどまでに米金利の高止まりが極端だったとも言えるかもしれない。米国経済の強さが異様さを放っているのも確かだが、今年に入ってからユーロ圏経済の弱さも目を引くものがある。ひとえにユーロ圏経済の3割を占めるドイツ経済がリセッションすれすれの成長軌道を描いていることに起因している。同国経済低迷の実情に関しては「帰って来た欧州の病人」をテーマに過去のみずほマーケット・トピック²で詳述しているのでそちらを参照頂きたいが、中国という「最大のお得意先」を欠き、脱原発という政治的理想に束縛されたまま高いエネルギーコストを払い続ける現状ではドイツ経済がかつての力強さを取り戻すことは叶わない。

ちなみにパンデミック直前の実質GDP水準と比較した場合、ドイツは横ばいで変わっておらず、ユーロ圏でも+3%程度の上乗せに留まっている(図)。周知の通り、この冴えない実体経済の中でユーロ圏は史上最高のインフレに直面していた。基本的にそうしたインフレ圧力はディマンドプルではなくコストプッシュに由来するものであり、実質所得環境ひいては消費・投資が抑制されたゆえの低迷だったことが良く分かる。

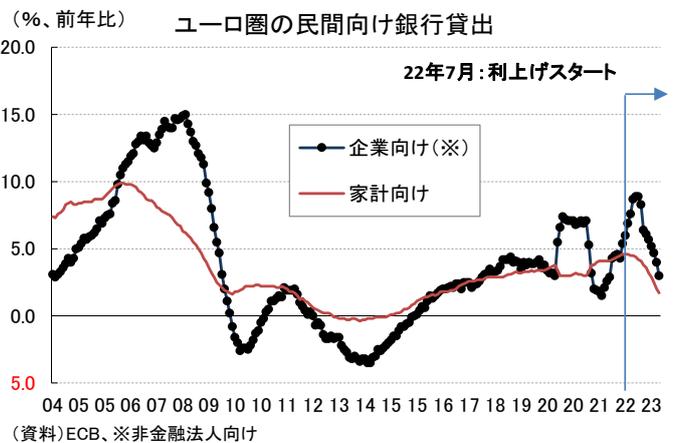
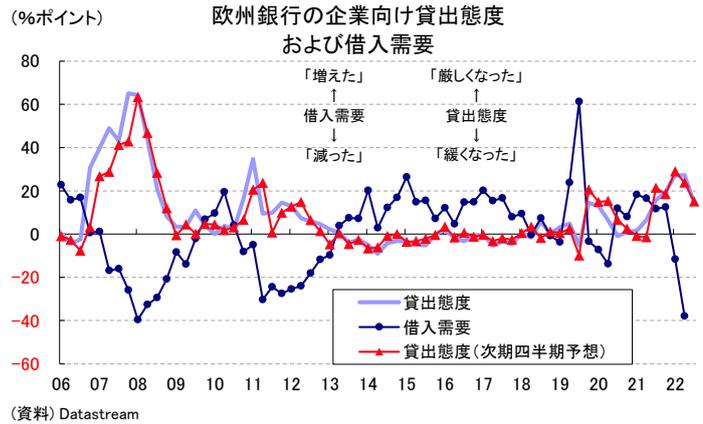


いずれにせよ現在目の当たりにするユーロ相場の強さは一時的に上がり過ぎていた米金利の調整に応じた動きであり、ユーロ圏の経済・金融情勢を評価したものではないと考えておくのが無難だろう。ちなみに11月のユーロは対円でも160円突破が話題を集めたものの、やはりユーロ圏側から正当化するよりも日本側から固有要因を指摘した方が分かりやすい状況と言える。この点は後述する。

² みずほマーケット・トピック 2023年9月19日号『「欧州の病人」は戻って来たのか』などをご参照下さい。

浸透する利上げ効果

なお、11月に見られたような顕著な欧米金利差の縮小が持続性を伴うのかは疑義がある。ECB自身がそう認識するように、累次の利上げ効果は確実に域内経済を抑圧している。銀行貸出態度調査では貸出態度の厳格化傾向は落ち着きを見せているものの、金利上昇による借入需要の大幅後退は鮮明である(右図・上)。これと貸出実績もこうした調査と整合的な結果になりつつあり、家計・企業向けの双方で失速する現状がある。理論的には時を置いてインフレ圧力の後退が想定される状況にある。右図(下)に示されるように、これほどの落差を伴う与信の減少はリーマンショック直後くらいしか経験が無く、その後のユーロ圏がデフレーション・低金利の常態化を伴う「日本化」に苛まされたことを思えば³、ECBの利上げ停止は妥当な判断と言える。追加利上げよりも利下げ転換の方が可能性が高そうという予想にも相応の合理性は感じられる。



本当にハト派転化が期待できるとすれば春以降

よって、欧米金利差に応じたユーロ相場の堅調はさほど持続性を伴うとは思えないが、敢えてインフレのアップサイドリスクがあるとすればやはり雇用・賃金情勢と考えられる。図に示すように、今年7~9月期時点で労働組合における妥結賃金とこれに左右される労働コストは明確な反転の兆しを確認できているわけではない。失業率に関しては、ようやく過去最低水準の更新が止まったが、6.4~6.5%と依然完全雇用に近い水準で推移している。



10月初頭にはチーフエコノミストであるレーン ECB 理事が賃金の伸びが今後数か月で穏当なものになるとの認識を示しつつ、「本当に縮小しているかどうかは来年のイースター(復活祭)ごろにならないと分からない」と口にしてしている。この発言が政策理事会の総意とすれば、2024年1~3月期までECBは様子見を続け、仮に実体経済へ配慮してハト派色を強めるとしても春先以降ということになりそう

³ 拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』（2014年、東洋経済新報社）をご参照下さい。

ある。同時にユーロ相場の堅調が本当に試されてくるのは4~6月以降と考えることになる。

《ユーロ相場の現状と展望～ユーロ/円、160円突破の読み方～》

15年ぶりのユーロ高・円安を読み解く

ドル/円相場の年初来高値更新が注目される中、ユーロ/円相場の続伸について照会が増えている。本稿執筆時点でも160円台で安定推移しており、2008年8月以来、約15年ぶりの高値圏で取引が続いている。これを受けて「ユーロ圏の経済・金融情勢について何が評価されているのか」という問い合わせは多い。結論から言えば、ユーロ/円相場の続伸は

ユーロ圏の経済・金融情勢が評価された結果とは言えない。2002~2008年にかけて起きたユーロ相場の持続的な上昇局面はユーロがドルに次ぐ「第二の基軸通貨」になるといった特殊な期待感の下で実現したものであり、「euphoria（陶酔・熱狂）」に因んだ造語「europhoria（ユーロフォリア：ユーロに対する陶酔・熱狂）」まで生まれた。ちょうど2007~08年といったユーロ相場が高値を付けるタイミングで欧州委員会経済金融総局に在籍していた筆者はユーロ導

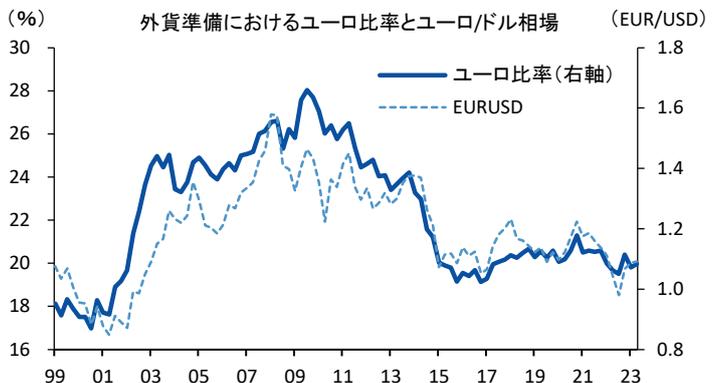
入10周年記念論文『EMU@10:successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union』の執筆に関わった。ユーロ相場が対ドル、対円で史上最高値を付ける中、「ユーロの基軸通貨性を考察する」というのが同論文の争点になっていた。ユーロに対する期待感が分かる話だろう。少なくとも今では議論すらされない話だ。当時、為替市場で起きていたのは紛れもなくユーロ全面高であり、対円でも、対ドルでも騰勢が続き、いずれの通貨に対しても史上最高値は当時記録したものである。しかし、現在のユーロ相場は対円で続伸する一方、対ドルでは軟調が続いている（図・上）。その意味で決してユーロ全面高とは言えず、2008年に記録した160円台とは同じ文脈で評価することはできない。なお、ちなみに当時は世界の外貨準備運用においても25%以上がユーロで占められており、2009年7~9月期には28%と史上最高値を付けている。言うまでもなく「第二の基軸通貨」期待によって押し上げられたものであり、この点、20%未滿が続く現状とは大きな開きがある（図・下）。

160円超えは単なる円安の結果

足許でユーロ/円相場は約15年ぶりの高値を付けているものの、ユーロが為替市場全体で猛威を奮っていた2008年とは状況が大分異なる。現在はあくまで円が実効ベースで歴史的な弱さに沈む中、対ユーロでも弱くなっており、それが「たまたま」歴史的な水準になっているだけ、というのが実情と見受けられ



(資料)macrobond



(資料)IMF、Datastream、Bloomberg

る。また、ユーロの歴史はまだ 25 年程度しかないのだから、歴史的な水準と言っても、それを更新するハードルはドルよりも低い。11 月のような流れが続けば史上最高値 (169.97 円) の更新も視野に入るが、そうなったとしてもそれは円の弱さに起因するものであって、ユーロフォリアに沸いた当時の状況とは分けて理解すべきという点に変わりはないはずである。

確かに、政策金利に関し、ユーロは円よりも比較にならないほど高く、それ自体はユーロ要因に根差したユーロ買い・円売りではある。11 月 10 日にはラガルド ECB 総裁が「少なくとも数四半期、現行水準で維持」する方針を口にした。当面の利下げ可能性が排除されたことでユーロ相場が対円で押し上げられた部分もあったと見られる。しかし、円と比べれば世界中のどの通貨も高金利通貨であり、ユーロだけが買われる理由にはならないし実際、そうはなっていない。現状の円安・



ユーロ高をユーロ圏側の事情から解説するのはやはり難しい。なお、ラガルド総裁が利下げ可能性を排除した際、ユーロ相場は対ドルでも上昇はしているが、本稿執筆時点の 1.10 付近は約 3 か月ぶりの高値ではあるが、2008 年 4 月につけた史上最高値 (1.599) には程遠い。歴史的な高値に接近しているのユーロ/円相場とは対照的に、ユーロ/ドル相場はむしろ、PPP 対比で歴史的な下方乖離が放置されたままである (図)。長い目で見れば、ユーロ相場は対ドルで沈んだままというのが現状である。

ちなみに、「円については介入警戒感がある一方、ユーロにはそれが無い」ということがユーロ/円の押し上げに繋がっているという指摘もある。一理あるものの、それは無理のある理屈だろう。というのも、昨年、パリティ (1 ユーロ=1 ドル) 割れが常態化した時ですら、ECB によるユーロ買い・ドル売り為替介入は争点化していなかった。ユーロ/円相場の上昇を説明するための後講釈という印象は拭えない。15 年ぶりの高値であるユーロ/円相場の 160 円超えに特別な意味を見出す必要はなく、単純に対主要通貨で円が弱くなっていることの一環として起きている相場現象と整理するのが適当ではないかと考える。

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。