

中期為替相場見通し

2024 年 2 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～「仮面の黒字国」が直面する円安時代～

日経平均最高値更新の読み方～円安とインフレの観点から～	P.3
円相場の需給環境について～2023 年総括:「仮面の黒字国」～	P.5
家計部門の運用行動について～「年間 15 兆円」という初速～	P.8
円相場および日本経済の現状と展望について～インフレ調整という未来～	P.10
米金融政策の現状と展望～為替市場が狙う「次の獲物」～	P.12
メインシナリオへのリスク点検～原油輸入に肉薄するデジタル赤字～	P.14

◆ ユーロ相場の見通し～賃金減速と「夏」の重要性～

ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～正当性を帯びる「夏」の重要性～	P.17
ユーロ相場の現状と展望～「盤石の需給構造」が支える下値～	P.18

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

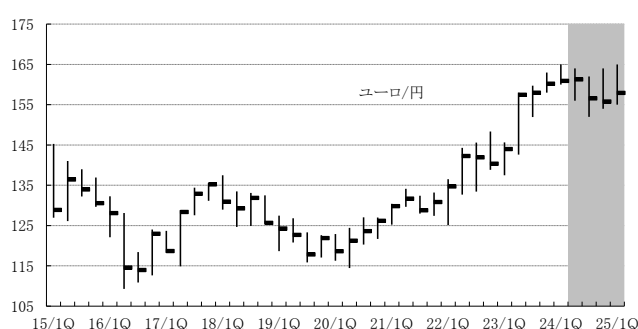
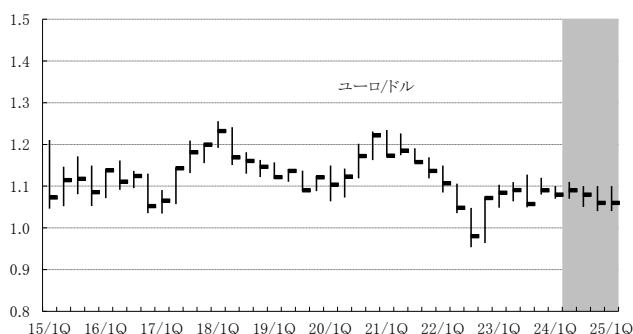
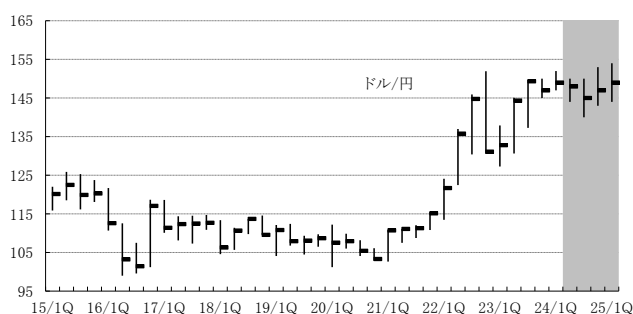
2月のドル/円相場も堅調に推移した。高値の分水嶺となってきた感のある150円を超えて以降、ドル/円相場は小康状態に入っている。能登半島地震を受けて「国難は通貨売り」が作用したこと、新NISAに伴う「家計の円売り」がテーマ性を帯びたこと、米経済指標が強いことなども重なり、想定以上の円安・ドル高が実現していると整理したい。なお、2月の本邦金融市場では日経平均株価が約34年ぶりに過去最高値を更新した話題で持ち切りだが、これも円安と無関係ではない。円安も、株高も、そして不動産価格上昇も全ては「インフレの賜物」と整理すれば合点がいく。実質実効相場で見た「半世紀ぶりの円安」も日本がインフレになることによって実質ベースで見た割安感が解消され、名目ベースで見た割安感が放置される調整経路に入っているのではないかと。「行き過ぎた円安」かどうかは時の物価水準で決まるものであり、日銀総裁自らデフレからインフレへのシフトを自認している以上、今の日本で起きていることはさほど不思議ではないのかもしれない。FRBが年内に複数回の利下げを行うという前提に立ち、4～6月期・7～9月期に円高を拾う機会は到来すると考えたいが、10～12月以降、米国大統領選挙に伴う不透明感払拭とそれに伴う保護主義機運の台頭もあって、再び円安再起動を予想する。

片や、2月のユーロ相場は底堅く推移した。際立った材料があったわけではないものの、域内経済への懸念が和らいでいることがユーロ相場の底堅さに繋がっている印象はある。少し前までは米国に比べて実体経済が大きく劣後するユーロ圏は早期利下げに追い込まれ、ユーロ相場も押し下げられるというのがメインシナリオであった。しかし、超低空飛行ながらも域内経済は深いリセッションを回避できそうではある。結果として、年央前後からFRB、ECBの両中銀共に▲25bpずつの利下げ軌道に入る状況下、欧米金利差はさほど変化が無く、そこから予見されるユーロ/ドル相場の軌道も方向感に乏しい展開が予想される。また、かねて論じているように、ユーロ相場が大崩れしない最大の理由はやはり盤石の需給環境にある。現状ではドイツの貿易収支黒字ひいてはユーロ圏の経常収支黒字はほぼ危機前の姿に復元されており、これによりユーロ/ドル相場が値を戻したという印象も強い。日本人の目線からすれば、ユーロ圏の経常収支黒字の支柱が貿易収支黒字であるのに対し、日本のそれは第一次所得収支黒字であり、それが両通貨の明暗を分けているという事実は押さえておきたい。今夏を境にECBはハト派色を強めそうだが、それによってユーロ相場が底割れするような展開は予想されない。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～2月（実績）	2024年 3月	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期
ドル/円	140.80 ～ 150.88 (150.56)	147 ～ 152 (149)	144 ～ 150 (148)	140 ～ 150 (145)	143 ～ 153 (147)	144 ～ 154 (149)
ユーロ/ドル	1.0695 ～ 1.1046 (1.0836)	1.07 ～ 1.10 (1.08)	1.07 ～ 1.11 (1.09)	1.05 ～ 1.10 (1.08)	1.04 ～ 1.10 (1.06)	1.04 ～ 1.10 (1.06)
ユーロ/円	155.10 ～ 163.72 (163.15)	160 ～ 165 (161)	156 ～ 164 (161)	152 ～ 162 (157)	154 ～ 164 (156)	155 ～ 165 (158)

(注) 1. 実績の欄は2月29日までで、カッコ内2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～「仮面の黒字国」が直面する円安時代～ 《日経平均最高値更新の読み方～円安とインフレの観点から～》 全てはインフレの賜物

金融市場の関心は日本株に集中している。2月22日の東京株式市場では日経平均株価が1989年末につけた最高値（3万8915円）を約34年ぶりに更新し、終値は前日比836円52銭高い3万9098円68銭で引けた。1ドル150円近傍で張り付くドル/円相場の値動きよりも、新高値更新がどこまで続くのかについて市場参加者の関心はすっかり移ってしまっている。あくまで名目的な株価水準であり、途中で構成銘柄が大きく入れ替わっている



ることなども踏まえると、34年前との単純な数字比較に統計的な意味を見出すのは難しい印象もある。しかし、シンボリックな動きとして取りざたされるのも分からなくはない（図）。筆者は株式市場の専門家ではないので、日経平均株価指数の割高・割安について言及することは避ける。だが、「なぜ株高になっているのか」と問われれば「インフレの賜物」と答えることにしている。自国通貨が安くなるのも、株や不動産、その他実物資産（外車や高級時計など）が高くなるのも、インフレ圧力の高まりと整合的な現象である。全て最近の日本で話題になっている論点だろう。最高値を更新した同日、植田日銀総裁も衆議院予算委員会で2024年以降の物価見通しに関し「23年までと同じような右上がりの動きが続くと予想している」と述べ、「（日本経済は）デフレではなくインフレの状態にある」と踏み込んだ発言をしている。デフレがインフレに切り替われば実物資産を筆頭に名目価値が増加するのは必然ではある。後述するように、理論的な想定に反して歴史的安値で張り付いている円の実質実効為替相場（REER）の然るべき調整経路も、結局インフレになることで決着がつくと考えれば、相応に納得感はある。

再びアルゼンチン、トルコの影

「インフレで通貨安になっているから株価が上がっている」という例は海外にもしっかり確認できる。過去の本コラムでも言及してきた事実だが、過去2年間の為替市場においては「対ドル変化率で見た場合、円よりも慢性的に下落幅が大きいのはアルゼンチンペソとトルコリラくらい」という状況が定着していた。図は今年2月22日時点における過去1年の主要株価指数の上昇率トップ10を並べたものだ。アルゼンチン（メルバル指数）やトルコ（イスタン

世界の主要株価指数（上昇率トップ10）

1位	アルゼンチン メルバル指数	339.70%
2位	ナイジェリア全株指数	86.39%
3位	イスタンブール100種指数	84.31%
4位	イスタンブール BIST30指数	76.87%
5位	EGX 30 INDEX	74.70%
6位	Lusaka Stock Exchange AI	60.93%
7位	カラチ KSE100指数	50.44%
8位	ブダペスト証券取指数	46.87%
9位	日経平均株価	44.25%
10位	カザフスタン証券取引所指数	40.21%
30位	NYダウ工業株30種	18.23%

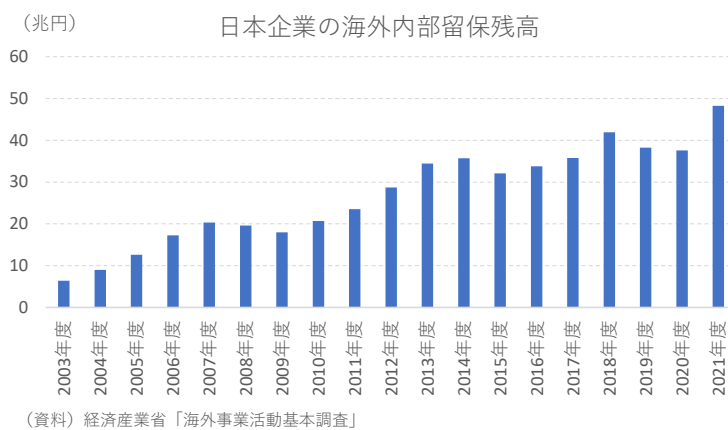
（資料）Bloomberg, 23年2月22日～24年2月22日

ブル 100 種指数やイスタンブール BIST30 指数) が上位を占めている。同じく史上最高値更新が期待される NY ダウ工業株 30 種は 2 月 22 日時点で 30 位だった。結局、①通貨安になっていることで日本企業の海外利益が嵩上げされている、②円安発・輸入物価経由の外生的なインフレ圧力に加え、未曾有の人手不足も相まって内生的なインフレ圧力も高まっていることで、株式を含めたあらゆる名目価値が膨らみ始めていると整理するのが日本経済の実情に最も近いと筆者は理解している。

矛盾しない株高と景気低迷

こうした株高に合わせ「日本の GDP が不調なのに、株高は矛盾するのではないか」という疑問が取りざたされている。残念ながら、GDP の不調と株価の続伸の間に矛盾はない。かねて国際収支構造の分析と共に論じているように、日本企業が稼いだ収益は国内に還流せず海外に滞留している。これは第一次所得収支黒字の構造からも確認できる。筆者試算によれば、その円転率(※第一次所得収支黒字のうち円買いに繋がっていると思われる比率)は年によって異なるが 25~30%程度と目される。+30 兆円の黒字を稼いでも、日本経済に還流してくるのは+10 兆円程度と考えておいた方が良い。こうした 2023 年のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支に関しては、次項で詳しく議論するので参照にされたい。

ちなみに、日本企業の稼ぎが海外に滞留する傾向は国際収支よりもさらにミクロなデータからも確認可能だ。図は経済産業省「海外事業活動基本調査」から遡及可能な 2003 年度以降について、日本企業が海外に保有する内部留保残高の推移を見たものだ。2021 年度調査(2021 年 4 月初頭~2022 年 3 月末)は約 48 兆円と過去最大を記録している。円安が始まったのがちょうど 2022 年 3 月末なので、その影響は



2021 年度調査から既に織り込まれつつあるだろう。言うまでもなく、2022 年度や 2023 年度の調査ではより円安の影響が色濃く反映されるため、内部留保残高はさらに嵩上げされてくるだろう。国内経済情勢はさておき、こうした企業部門の現状が株価に反映されてくれば株価水準は当然、押し上げられる。

企業部門の収益が国内に還流されない以上、家計部門の所得環境も改善が遅れてしまう。結果、国内の消費・投資は振るわない。内需総崩れの様相と共に GDP が全く冴えない状況になっている現状は決して不思議ではない。大企業を中心に賃上げ報道が相次いでいる背景にはそうしなければ労働力が確保できない状況がいよいよ顕現化しているからである。後述するように、あと 10 年もすれば、生産年齢人口が現在の就業者人口を割り込む展開が予見される。そこで起きることは労働者の奪い合いであり、名目賃金は必然的に上がらざるを得ない。原資のある企業から賃上げは始まっていくし、それがインフレ経済を定着させるし、株価も為替も新しい水準を目指す。

「半世紀ぶりの円安」もインフレで解決

後述する論点ではあるが、我々が直面している円安自体が来たるべきインフレを織り込んだ結果という考え方は持っても良い。例えば、理論的に考えた場合、「半世紀ぶりの円安」で張り付いている REER

の調整経路は①名目ベースで円高が進む、②日本が相対的にインフレになる、もしくはその両方が考えられる。かねてより筆者は②が有力だと考えてきた。前掲図で見るように、日経平均株価指数と REER の乖離は著しく広がっているが、インフレに応じて REER が押し上げられてくると考えれば、足許の株高も大きな調整は不要という話になる。四半世紀以上、デフレが日本の経済・金融情勢を議論する大前提だったのだから、それが変われば、名目水準が大きく変化しても不思議ではない。インフレによって実質ベースの割安感が解消され、名目ベースの割安感は放置される。「行き過ぎた円安」かどうかは時の物価水準で決まるものであり、筆者は円相場の名目水準がかつての円高に戻るとは思っていない。

ドル建て名目 GDP の日独逆転に際し、「為替レートが購買力平価 (PPP) からかつてないほど通貨安方向に乖離し、物価水準が低い日本では、名目でみると実力が大幅に過小評価される」という意見は未だ根強い。これは理論的に正しいが、現実的に正しいのか良く考える必要がある。円が PPP から通貨安方向に乖離してもう 10 年以上が経過している。今、分析者として疑うべきは「実勢レートが正しいかどうか」ではなく「PPP が正しいかどうか」ではないのだろうか。今後、日本がデフレからインフレに切り替わるのだとすれば、実勢相場が過小評価なのではなく、PPP が過大評価であるという見方もできる。実勢相場が過小評価とは言えないのであれば、ドル建て名目 GDP の収縮も過小評価とは言えない。言い換えれば、名目ドル建て GDP が「本当に正しかった規模」に修正されているという考え方もあり得る。

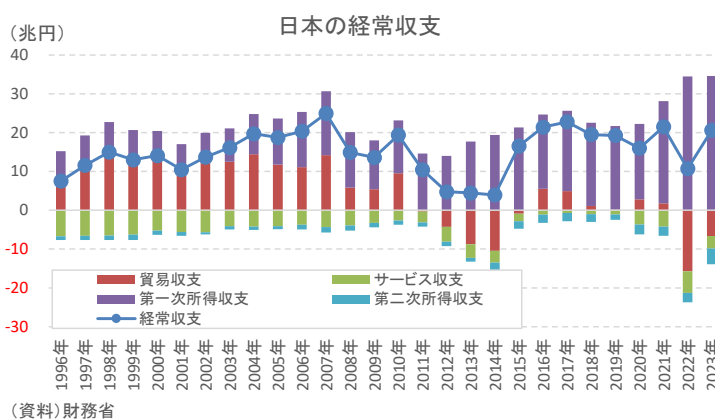
インフレ経済では株価は上がるし、不動産価格も上がるし、通貨は下がる。日銀総裁が「デフレからインフレへの切り替わり」を自認する今の日本においてインフレに付随して起きると想定されていることが起きているだけではないのか。筆者は株式市場の専門家ではないが、日本のマクロ経済環境に照らせば、株価上昇は必然の帰結なのではないかと捉えている。同時に自国通貨が安くなることも、不動産価格が上がることも、高級外車や時計などが上がることも、全ては名目価値が膨らむインフレという経済現象による必然の帰結であると考えている

《円相場の需給環境について～2023 年総括:「仮面の黒字国」～》

統計上は大幅改善

2 月 8 日、財務省が発表した 2023 年の国際収支統計を元に円相場の需給環境について現状を整理しておきたい (図)。まず、ヘッドラインとなる経常収支は+20 兆 6295 億円と 2 年ぶりに+20 兆円台に復帰した。黒字額としては前年比+9 兆 9151 億円の増加であり、その増加幅の殆どは貿易収支赤字が半減以下 (同▲9 兆 1146 億円) に改善したことで説明できる。さらに言えば、貿易収支赤字の減少

は言うまでもなく資源高の一服で輸入が大幅減少 (同▲7 兆 6092 億円) したことで説明可能だ。貿易収支以外では、サービス収支赤字が大きく減少 (同▲2 兆 3262 億円) したことも経常収支黒字の押し上げに寄与している。これは旅行収支黒字が+3 兆 4037 億円と 2019 年に記録した過去最高の黒字 (+2 兆 7023 億円) を大幅に更新したことの結果である。2022 年は+6242 億円だったので、サービス収支赤



字の改善は基本的に旅行収支黒字の増加で説明できる。ここまでの段差が生じているのは一昨年（2022年）の途中（5 類変更が行われた 5 月）まで入国における水際対策が残っていたためだ。今後は+3 兆円台の旅行収支黒字が前提になるだろう。このように 2023 年の経常収支黒字は基本的に貿易サービス収支赤字が大きく減少したことで表裏一体である。

CF ベースでは 2 年連続赤字

ここまでが一般的な報道に即した情報整理になる。為替市場を分析する上ではこうした「統計上の黒字」に拘らず、「実務上の CF」を見る努力が必要になる。この点は昨年、本コラムに寄稿させて頂いてから多くの反響を頂いた。結論から言えば、筆者試算の CF ベース経常収支で見ると、2023 年は約

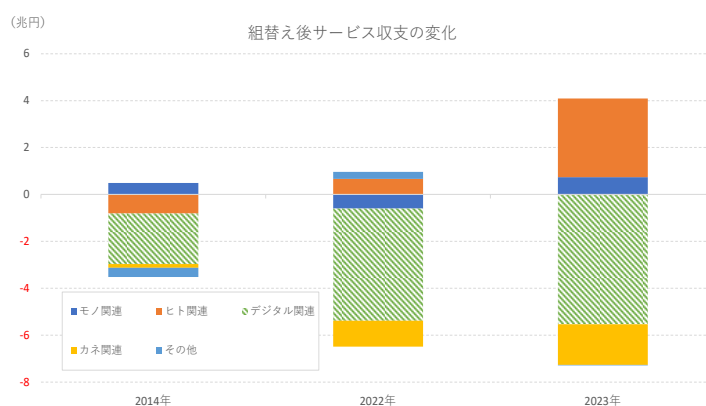
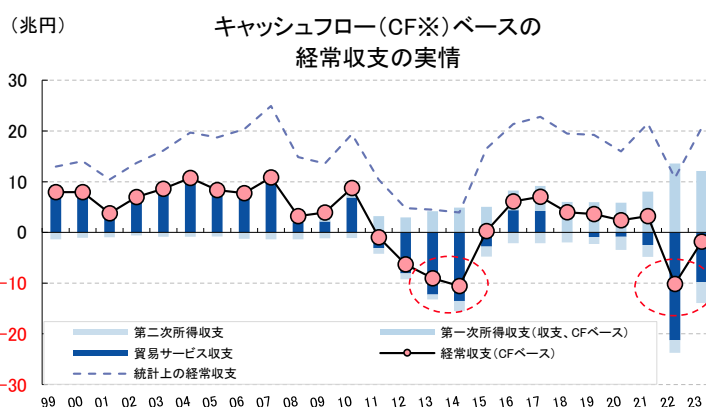
▲1.8 兆円と 2 年連続で赤字だった

（図）。もちろん、2022 年は約▲10 兆円であったため、円の需給環境が改善

しているのは間違いない。しかし、「統計上の黒字」が増加していることを手放しで評価し、過去の悲観論を腐すような論調は明らかに本質が見えていない。事実として 2022 年も 2023 年も円安が進んだことを虚心坦懐に受け止め、筆者は「統計上の黒字」ではなく「CF ベースの赤字」を重視したい立場である。具体的に言えば、2023 年の第一次所得収支黒字は+34 兆 5573 億円と過去最大の黒字を更新しているが、CF ベースで経常収支を検討する上では受取における証券投資収益における債券利子や配当金、そして直接投資収益における再投資収益は円転が発生しない取引として控除しなければならない（もちろん、支払についても同じ調整をする必要がある）。そのような視点に立つと 2023 年の CF ベース第一次所得収支黒字は約+12 兆円と 3 分の 1 強のイメージに縮小してしまう。もちろん、試算ゆえ幅を持った解釈が求められるものの、+35 兆円近くの第一次所得収支黒字がそのまま円買い需要として為替市場に現れているという想定は現実逃避と言わざるを得ない。

2 つの過去最大：旅行 vs. デジタル

また、近年、日本の経常収支を議論する上では CF ベースを重視した上述のような議論に加え、サービス取引の国際化に合わせてサービス収支の展望に気を配るべきだというのが筆者の従前の立場だ。この点、冒頭述べた通り、旅行収支黒字が過去最大を更新しており、今後、メディアでもこの論点が取りざたされるだろう。しかし、その他サービス収支赤字も▲5 兆 9556 億円と過去最大を更新



している。旅行収支黒字とその他サービス収支赤字の 2 項目で過去最大が併存しているのが現在のサービス収支であり、筆者はこれを「肉体労働 vs. 頭脳労働」だと表現してきた。これはサービス収支をモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の 5 分類で整理すれば、より可視化される（前頁図）。2023 年のサービス収支赤字（▲3 兆 2026 億円）のうち、旅行収支を反映するヒト関連収支が+3 兆 3501 億円であるのに対し、デジタル関連収支は▲5 兆 5360 億円だ。サービス収支はこの 2 項目のバランスで決まる。

今後を展望すれば、圧倒的に肉体労働が不利だろう。というのも、既に日本では生産年齢人口と就業者人口が接近しており、業種別に議論すれば旅行収支の基盤となる宿泊・飲食サービス業が史上最悪の人手不足に直面している。物価や為替が安いという理由だけでインバウンド需要は一方的に膨らむが、これを捌くだけのインバウンド供給には限界がある。+3.5 兆円まで到達した旅行収支黒字の伸び代はまだあるのかもしれないが、さほど大きな期待を抱けないだろう。片や、その他サービス収支は基本的に供給側の言い値で単価が吊り上げられる世界であり赤字拡大は今後も十分想定される。結果的にサービス収支赤字は拡大基調に入る可能性は無いだろうか。決して小さい可能性ではないように思える。

国際収支発展段階説の新しい読み方

国際収支の発展段階説に照らせば、現在の日本は財の貿易で外貨を稼ぐのではなく、過去の投資の成果として外貨を得るという典型的な「成熟した債権国」である。2022 年 9 月に上梓した拙著『「強い円」はどこへ行ったのか』（2022 年 9 月、日経 BP 社）ではこの立場を疑ってかかるべきだという主張を展開した。相変わらず「統計上の黒字」に拘泥して「国際収支にまつわる過度な悲観論は誤りだった」という主張も稀に見かけるが、浅薄な理解から導かれた浅薄な主張と言わざるを得ない。

1950 年代に提唱された国際収支発展段階説を現在に持ち込むにあたって、少なくとも 2 つの注意点がある。1 つは第一次所得収支黒字の 7 割弱が自国通貨に回帰してこないという状況が十分に想定されていないこと、もう 1 つはサービス取引の国際化が隆盛を極め、その供給側（≒米国）の価格支配力が極度に強まるという状態も想定されていないこと、である。「統計上の黒字」を見て安堵感を持つのは自由だが、現に経常収支黒字を抱えながら円安に直面しているのだから、その理由も真摯に考えなければならない。CF ベース経常収支は筆者なりの回答である。

また、サービス取引に関して言えば、企業部門でも家計部門でも米巨大 IT 企業の提供するプラットフォームサービスに定額課金している状態が日常生活にビルトインされてしまっている。しかも、上述した通り、彼らの値上げに抗する力は殆ど無い。それゆえにデジタル小作人やデジタル農奴といった言葉で主従関係が皮肉られる現状に陥っている。少なくとも現在から将来にわたってデジタルサービスの利用が減るという展開は考えられないのだから、貿易サービス収支におけるサービス収支の比重は今後ますます高まることが予想される。GAFAM のようなプラットフォーマーのサービスから離脱し、あらゆるデジタルサービスを国内で内製化される状況を想定しない限り、サービス収支赤字はデジタル関連収支主導で拡大していく公算が大きい。内製化の公算は小さいだろう。第一次所得収支黒字からの円転需要が細り、サービス収支赤字によって貿易サービス収支の改善も進まないのだとすると、CF ベース経常収支というレンズを通して見た日本の実情（より正確に言えば円の需給環境）は「成熟した債権国」というよりも「債権取り崩し国」の方が近いのではないか。

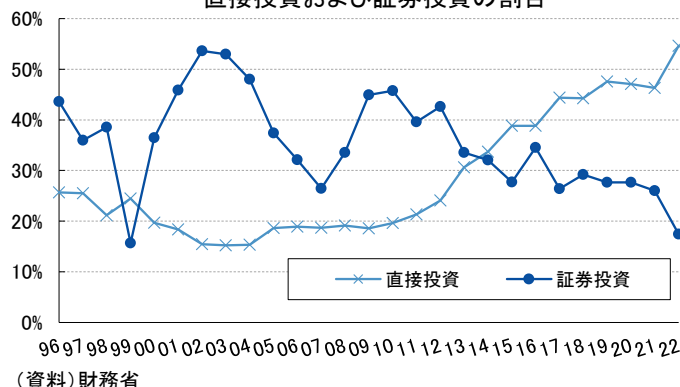
日本は「仮面の黒字国」ないし「仮面の債権国」

また、長年、円の安全性を担保してきた「世界最大の対外純資産国」というステータスも、その解釈には注意を要する。対外純資産は経常収支黒字の累積なので当然、その性質は過去から変化している。端的に言えば、現状、日本の対外純資産残高の半分は直接投資で構成されるようになっている(図)。これは2011年頃から日本企業が行ってきた旺盛な海外企業買収などの結果だ。買った会社を簡単に売却することは無いのだから、この部分は「売

られたまま戻らぬ円」と考えられる。2000年代初頭であれば、対外純資産残高の殆どが海外有価証券であったため流動性も高く、還流が期待できたが、今はそうではない。

保有している外貨建て資産の多くが戻ってこない(戻す当てのない)資産ならば、対外純資産国としての表情もまた、仮面である。もちろん、本当に制御不能な円安相場に直面し、国を挙げて通貨を防衛する段階に入れば、外貨建て資産を国内へ強制シフトするような力業も検討されるかもしれない。例えば、穏当な手段としては2022年の円安時に期待する声も上がった企業部門へのレパトリ減税などは好例である。しかし、民間部門の資産保有形態にまで干渉して為替需給の改善を図ろうとする行為は少なくともG7では御法度に近いもので、現時点で想定すべきシナリオとは言えない。「仮面の黒字国」ないし「仮面の債権国」として経験する円安にどこまで政治・経済・社会が耐えられるのか。2023年の国際収支公表を受けて、その黒字水準を楽観的に騒ぐのではなく、その背後にある変化を見定めていきたいと思う。

本邦対外純資産に占める
直接投資および証券投資の割合

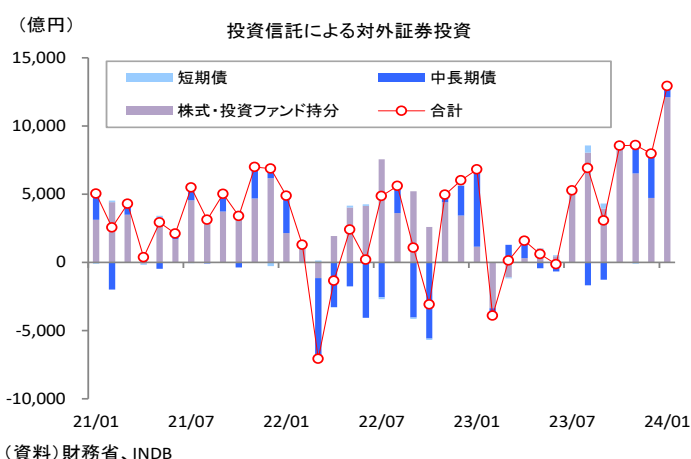


《家計部門の運用行動について～「年間 15 兆円」という初速～》

1 月、「投信の買い」は過去最大

前月の本欄で論じたように、筆者は日本の家計部門が新たな少額投資非課税制度(NISA)経由で購入する外貨建て資産に関し、「7～9 兆円程度」と試算した。その後、主要投資信託の流入実績が公開されたり、様々な金融機関が独自の試算を公開したりしているが、結局、網羅的にこれを把握する公的統計として財務省公表の『対外及び対内証券売買契約等の状況』を精査するのが王道になる。2月8日に公表された1月分の同統計に関して投資家部門別の計数

を見ると、注目された投資信託委託会社等(以下単に投信)を経由した対外証券投資は1兆2937億円と統計開始以来で最大の買い越しを記録している(図)。ちなみに旧NISAが始まった2014年1月は1903億円、つみたてNISAが始まった2018年1月は9677億円だったのと比較してもかなり大きい。



1兆2937億円の内訳は株式・投資ファンド持分が1兆2104億円とほぼすべてであり、巷説で指摘されるように、米国株を中心とする日本人の海外株運用への熱気が透ける。なお、1月の対外証券投資全体について言えば、3兆4226億円の買い越しと大きいものの、歴史的な規模とまでは言えない。むしろ、買い越しの半分近くが「投信の買い」だったことは目を引く。改めて新NISAの威力を感じる内容と言える。

年間15兆円の衝撃

今後に関しては成長投資枠の設定が毎月同じペースで持続するとは限らないため、この規模での買い越しが続く保証はない。その認識に立った上でこのペースが通年で続くと仮定すると、年間15兆円という凄まじい額に達することになる。ちなみに投信経由の対外証券投資に関し、昨年（2023年）の実績は約4.5兆円、過去5年平均（2019～23年）は約3.4兆円、過去10年平均（2014～23年）は約3.6兆円だった。よって15兆円というのは過去の趨勢に照らせばあり得ないと言っても良いほど大きな数字であり、メインシナリオにはしづらいものだ。

既述の通り、2023年通年の経常収支黒字は統計上で約+20兆円の黒字、筆者試算のCFベースで約▲1.8兆円の赤字だった。CFベースで元々需給は円売りに傾斜していたわけだが、15兆円という規模は「統計上の黒字」すら掻き消す規模である。しかも、これは投信経由だけの話で、年金（≡信託銀行における信託勘定）や証券会社（≡金融商品取引業社）、そして生命保険会社など伝統的に為替市場で注目される機関投資家のボリュームも当然加わるため、仮に「投信の買い」がこのペースを維持し、年金や証券会社の買いも重なった場合、瞬間風速はもっと大きくなる月も出てくるだろう。国策の追い風を受けて、機関投資家級の実在として個人投資家の存在が浮上してきたとも読めるかもしれない。

日本人と外国人で株をスワップする未来

片や、あまり報じられることが無い海外から国内への対内証券投資も5兆5243億円と2022年7月以来の大幅買い越しを記録している。内訳を見ると、株式・投資ファンド持分が2兆8489億円、中期債が1兆6359億円、短期債が1兆395億円でそれぞれ買い越しされており、「株を中心とした日本買い」の色合いが目立つ。「株を中心とした海外（≡米国）買い」が鮮明だった対外証券投資の傾向と合わせれば、日本人と外国人で株式をスワップし合っているような構図となっている。日本のケースを「非課税枠を設定したことによる海外買い」と読み替えると、「税金を使って海外株式を買っている」ような構図とも言えるだろう。そこまでして成し遂げようとしている資産運用立国が国としてどこを目指しているのか。家計金融資産の3割程度を株式が占め、株高が資産効果を通じて消費・投資意欲を焚きつける米国のような経済体質は1つの着地点としてあり得る。

資産運用立国の目指す地点

しかし、日本人の投資行動がこのまま続けば、保有株式は基本的に海外、特に米国主体となり、その引き換えに通貨価値（円安）を差し出しているような状況が強まる。元よりFRBの金融政策へ隷属的な気質が強かった日本の経済・金融情勢がさらにその性格を強める方向に事態が進んでいるようにも思える。それでもFRBの金融政策が緩和的であるのに従って円高が進めば、円安による交易条件悪化は限定されるが、果たしてその場合に円高は進むのか。それが試されるのが2024年だが、仮にFRBが緩

和しても円安がそのまま残置されるとしたら、日本人は「(緩和を受けた) 米株高による資産効果」と「円安に実質賃金下落」が相殺されるような状況に陥る。また、家計部門の預金は日銀当座預金を通じて国債購入にも充てられている現状を踏まえると、米株高の恩恵だけで円安や円金利上昇というコストを打ち返せるかという中長期的な視座も必要になる。

また、現状では新 NISA の直接的な影響としてその可能性が認められるのは円安くらいであり、米株高自体への貢献度はさほど大きくないのだろう。だとすれば、将来的には円安は残るが、米株は下落するという状況も想定する必要がある。これまで内外金融市場の変動が大きくても現預金主体の家計金融資産には大して影響はなかった。だが、今後は保有資産の変動を通じて、家計の消費・投資行動も変わってくる可能性がある。その功罪は徐々に議論が進んでいくことになるが、名目賃金上昇がインフレに勝てないような状況が続くのだとしたら、その状況打破には資産運用しかないという考え方には一理あるし、それしかないとも言える。むしろ、資産運用立国を謳い上げた政府・与党の胸中に「運用で補って欲しい」という希望は多少あるのではないかと筆者感じている。それ自体は決して悪い話とは思わないが、その多くが海外資産に向かう状況が続けば、将来的には副作用の検証・分析が必要になるようにも思える。

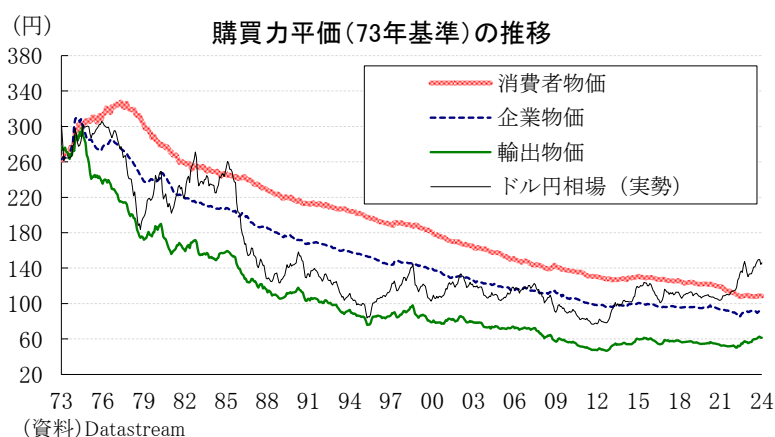
《円相場および日本経済の現状と展望について～インフレ調整という未来～》

調整しない PPP や REER

執拗な円安相場が続く中、ドル/円相場のフェアバリューはどこにあるのか、どの程度であれば日本経済にとって心地良い水準と言えるのかといった、ある種の「正解」を求める照会是非常に増えている。しかし、為替市場はフェアバリューが無い世界であり、こうした照会に対して筆者が用意できる回答はせいぜい内外物価格差から導出される PPP をどう考えるかという議論だけだ。

昨年来、筆者はドル/円相場の実勢と

PPP の乖離が非常に大きくなっているという事実に関し、「正しいのは実勢相場であり、PPP が今後円安方向に調整されてくるはず」といった主張を展開してきた。現状、実勢相場に最も近い場所にある消費者物価指数 (CPI) から計算されるドル/円相場の PPP でも 108~109 円程度だ。これと比べれば 3 割以上も「過剰な円安」が放置さ



れているのは確かである (図)。しかし、「過剰な円安」とはそれが輸出を焚きつけ、貿易収支黒字を積み上げ、結果として輸出企業を中心とする円買いが出てくるから、結果論として「あれは『過剰な円安』だった」という話ができるのである。しかし、「円安で輸出数量が増え、貿易収支黒字も積み上げられ、その黒字が円買いとなって現れる」という王道の調整経路をもはや失っている日本では「PPP から見れば実勢相場は過剰な円安」と叫んでも何も意味が無い。重要なことはその「過剰な円安」で何を成すかであり、今の日本ではそれが旅行サービスの輸出拡大でしかなくなっている。もちろん、それも重要な外貨の獲得経路だが、外国人旅行者の外貨だけで円高トレンドを作るのは難しい。

周知の通り、これまでの日本は諸外国対比で物価の低い、相対的にディスインフレを抱える国であった。相対的なディスインフレという状況は PPP で言えば円高、REER で言えば円安を意味する。後者は「半世紀ぶりの円安」と言われて久しく、未だにその状況は解消されていない(図)。しかし、冒頭述べたような「PPP が円安方向に調整される」という状況は日本がデフレからインフレへ切り替わる状況を想定することになる。また、REER に関して言えば、半世紀ぶりの安値が続

いており、理論的に想定されるはずの平均回帰性がここ 3 年は全く発揮されていない。このまま下落が続くという想定にも無理はあるだろう。

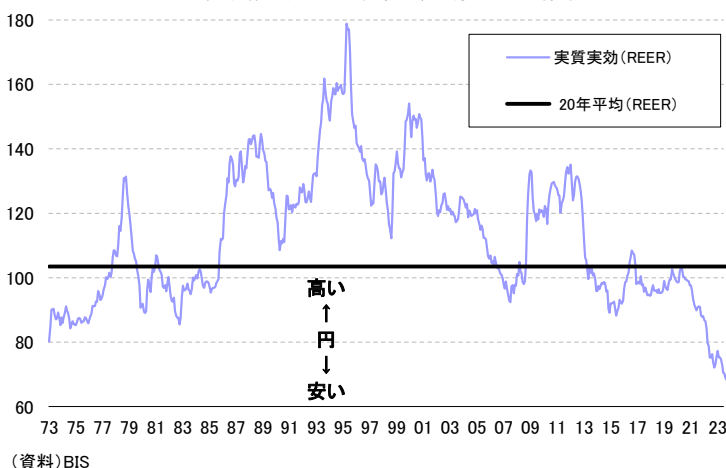
では、REER が円高方向へ振れる調整経路として何が考えられるか。これを大別すると①名目ベースで円高になる、②日本が相対的にインフレになる、或いはその両方が必要になるが、需給分析に基づいて①が完全に潰れているのだとすると、やはり②の可能性を探ることになる。繰り返しになるが、筆者は①には期待せず、②の可能性を懸念する立場だ。もちろん、変動為替相場制である以上、①の動きが皆無とは言わないが、これまでに比べれば持続性や迫力に欠ける動きに終わるだろう。

人手不足と賃金上昇、そしてインフレ

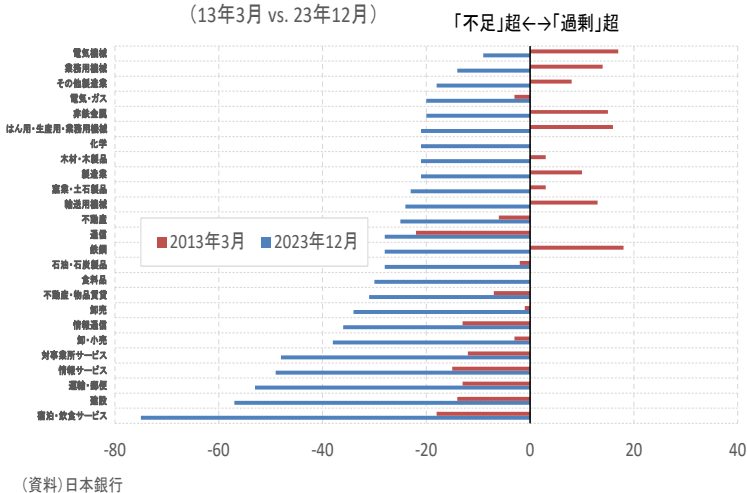
では、どうしてインフレが起きると考えるのか。筆者はひとえに人手不足に理由を求めたい立場だ。ほぼ毎日、様々な事業法人の方々とお話をさせて頂くが、「人手不足と賃金上昇」はもはや必ずと言っても良いほど話題に挙がるテーマである。陰に陽に「インフレの通貨は下落する」というセオリーを感じ始めている向きも多いように思える。現状、日銀は物価と賃金の好循環(いわゆる「第二の力」)は未だ実現していないという立場だが、日銀の評価は別にして物価と賃金が共に上昇しているのは事実である。日銀短観の雇用・人員判断

DI を見ても、インバウンド需要に対応すべき宿泊・飲食サービスを筆頭に今や全業種で「不足」超という異例の状況にある(図)。労働需給の逼迫を背景に名目賃金は今後上がるしかなく、それ自体が一般物価上昇の流れに寄与するという構図は大きく変わりようがない。もちろん、人手不足という内生要因以外にも、円安を起点とするインバウンド需要の増大や鉱物性燃料価格の上昇といった外生要因も当然、

(2020年=100) 円の実質実効為替相場と長期平均の推移



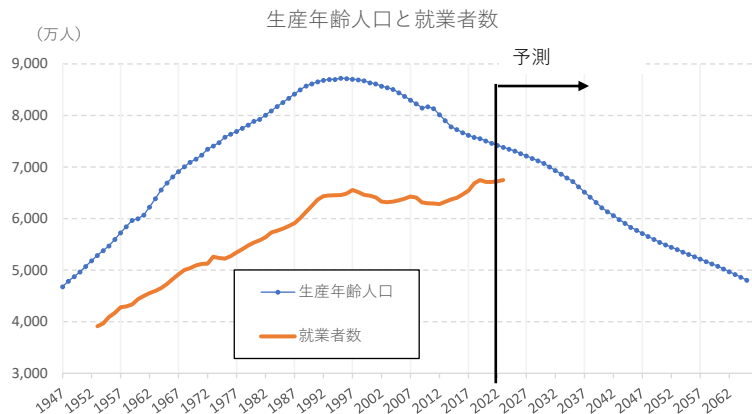
業種別の雇用・人員判断DI
(13年3月 vs. 23年12月)



インフレに寄与している。鉱物性燃料価格はあらゆる財・サービスのコストを押し上げ、インバウンド需要は外国人需要の強い財・サービスから順番に物価上昇を促す。既に起きていることだ。しかし、名目賃金上昇というインフレの持続性にとって必要条件とも言える動きは人手不足があつてこそその展開である。

さらに巨視的な視点から述べると、現状の人手不足は今後到来する人手不足と比較すれば、まだ序の口という認識も持ちたい。右図に示すように、足許

ではまだ生産年齢人口が就業者数を上回る状態であり、追加的な労働供給という意味では余地がある。だが、内閣府『令和 5 年版高齢社会白書』総務省予測を前提とした場合、2023 年の就業者数 (6747 万人) を生産年齢人口が明確に割り込んでくるのが 2035 年以降である (※総務省公表の予測値以外は筆者が線形補完で繋いでいる)。



(資料) 内閣府『令和5年版高齢社会白書』、総務省『人口推計』。就業者数は2023年まで実績。
※生産年齢人口の推計につき、未発表部分は筆者が線形補完。

推計に伴う多少の振れはあるだろうが、大まかなイメージとして今後 10 年以内に現在の労働投入量を前提とした経済成長は難しくなる。必然的に各経済主体が経済活動を維持するにあたっては労働者の奪い合いが発生する状況は想像される。このような状況で名目賃金が上昇しない理由は乏しい。付加価値向上や生産性改善の結果としての上昇ではない名目賃金の高止まりは企業収益圧迫を通じて、日本の企業部門の重しとなる展開が危惧される状況に見える。

生産改善 or 移民受け入れ

もちろん、これは極めて単純化した話であり、そうならない未来もあり得る。例えば 1 人当たりの生産量、すなわち労働生産性の著しい改善があれば、人手不足という難局も打開できるだろう。この点、日本において「人工知能 (AI) が仕事を奪う」は懸念ではなく希望かもしれない。しかし、著しい生産性改善なかりせば、労働需給の逼迫が名目賃金を押し上げることになり、それが生産性を上回る限りにおいて、企業収益を食い潰す要因になる。それは賃金・物価は高く、成長率は低いというスタグフレーションの到来でもある。生産性の改善を抜きに人手不足を乗り越えるには大幅な移民受け入れしかないが、もはやタブー視されている感じもあり、現実的な議論は難しいだろう。

話を PPP や REER に戻せば、現在見られている PPP 対比で過剰な名目ベースの円安・ドル高や半世紀ぶり形容される REER の低空飛行はインフレによって、理論的な齟齬が小さくなる方向へ調整が進むように思えてならない。このように考えると日本国内において株や不動産、高級輸入品 (車や時計など) の価格がにわかに上昇していることも首肯できる。アベノミクス隆盛と共にリフレ派と呼ばれる政策思想が待ち望んだ展開のはずだが、それがより良い未来の兆候と考えるのは今のところ難しい。

《米金融政策の現状と展望～為替市場が狙う「次の獲物」～》

利下げに向けて発進開始

注目された 1 月の FOMC は現状維持を決定した。12 月会合でハト派方向へ急ハンドルを切ったもの

の、過去 1 か月の経済・金融情勢を踏まえ、ハンドルのややタカ派方向へ戻した格好である。現状への自信は冒頭部分に表れており、経済活動 (economic activity) について、12 月の「slowed from its strong pace」が 1 月は「expanding at a solid pace」へと明確に上方修正されている。

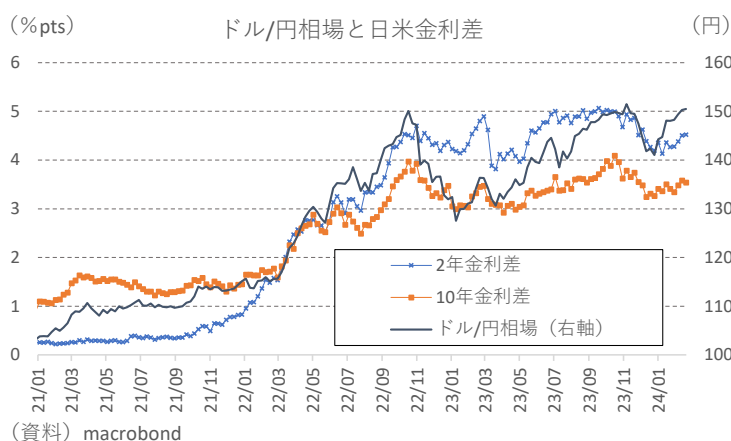
より正確には 12 月から 1 月にかけて蛇行運転気味だったものが、今後は直進安定性が増していくと読むべきかもしれない。声明文は FF 金利の調整方向に関し、インフレが 2% に向けて収束する動きについて「大きな自信が得られるまで (until it has gained greater confidence)」は利下げしないと明記。前回まで「any additional policy firming」とした部分が「any adjustments」に変更され、引き締めバイアスを解消するとともに、利下げ (reduce the target range) が前提となっている。具体的な時期はさておき、利下げを念頭に置いて発進を始めた点が声明文から汲み取るべきポイントだ。

利下げは 5 月を予想

もっとも、その時期に関しては明確な言質が得られているわけではない。パウエル FRB 議長が「3 月会合までに (利下げに対する) 確信が一定のレベルに到達する可能性が高いとは思わない」といった趣旨の発言をしていることもあって、ヘッドラインでは「3 月利下げなし」の温度感が強くなっており、市場予想もこれに追随している。だが一方、「良好なインフレデータが直ぐに入手できる場合、より早期に、かつより迅速に我々は (利下げに) 動く」とも述べている。端的に言えば、「大きな自信が得られる」かどうかは FRB の胸三寸であり、いつでも自信は得られると考えておいた方が良い。雇用・賃金情勢を見る限り、利下げを急ぐ理由は全く見当たらないため、筆者は今後 3 か月分の経済・金融情勢を踏まえた上で 5 月 FOMC において利下げ着手があると予想する。

「FRB がハト、日銀がタカ」という珍しい構図も円安解消せず・・・

いずれにせよ、FRB の利下げは既定路線である。しかし、ドル/円相場はこの期に及んでも 150 円近傍で推移している。現状、FRB に関しては年内 3 回程度の利下げを、日銀に関しては 3～4 月を中心として 6 月までのマイナス金利解除をほぼ確実に織り込んでいる。為替市場参加者、特に東京外国為替市場の参加者にとって最もポピュラーなテーマである「日米金利差とドル/円相場」に関し、日米両中銀



がこれほど分かりやすく円高・ドル安を示唆する方向へ舵を切る構図は歴史的にも稀だが、円安はさほど収まっていない。1月31日、日銀より公表された「主な意見」(1月22～23日会合)から滲み出る正常化意欲はかなり強いものであったが、それでも147円を割るには至らず、1月のFOMCと合わせてようやく146円台後半まで調整が進んでいる。米国の利下げと日本の利上げが確実視される以上、4～6月期から7～9月期にかけて、日米金利差縮小に応じた円高・ドル安相場は相応に期待できるものの、まずは上半期中に140円を割り込めるかどうか1つの注目点になる。2022年3月、113円台から始まった円安局面は「かなり遠い所へ連れてこられてしまった」という感想を抱かざるを得ない。筆者はその4～

6 月期から 7～9 月期の過程で記録するドル/円相場の安値（円高・ドル安）が年初来安値になると予想している。その後は米大統領選挙の通過に合わせて、再浮揚が始まる公算が大きいと読む。この点は過去の本欄でも議論した通りだ。

円安解消に必要な「次の獲物」

今後、日本が恐れるべき展開は為替市場が「円安解消の必要条件」として「FRB の利下げ」は自明の前提として、「日銀の連続利上げ」の可能性も探り始めることだ。少なくとも市場にその心構えはなく、植田日銀総裁が頑なに否定する「不連続性」を招来するかもしれない。近年の日本は「円金利の上昇」か「円相場下落」か、いずれかを我慢しなければならない状況で後者を甘受する状況にある。利上げという行為に対して政治的かつ社会的に異様なまでのアレルギーを示す日本の実情を思えば、この状況は概ね続くというのが筆者の認識だ。FRB による累次の利下げにもかかわらず円安は本当にこのままなのか。

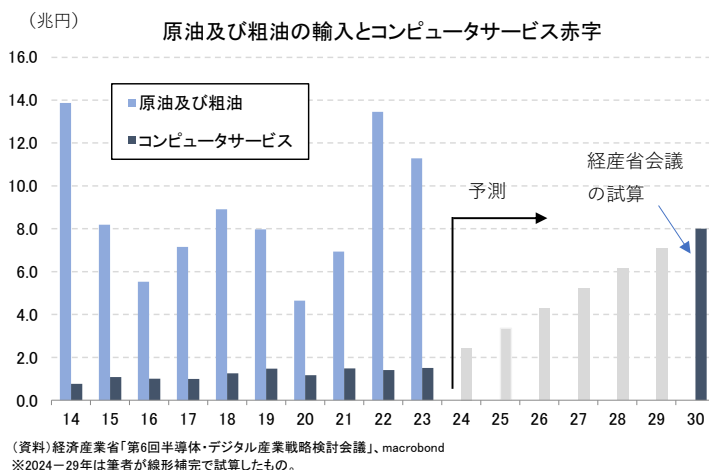
仮にそのような状況に陥った場合、為替市場が「次の獲物」として「日銀の連続利上げ」を督促する状況はあり得る。その展開に至った時、ドル/円相場は恐らく 150 円を主戦場とする光景に変わっているだろう。要すれば、円安リスクは「マイナス金利解除の有無」よりも、「マイナス金利解除の次」の方が重要になっているのが現状と言える。仮に、「マイナス金利解除の有無」という争点について「17 年ぶりの利上げ」で決着をつけたとしても、それだけで終わってしまえば「日銀発の円高材料は出尽くし」という思惑の方が「FRB の利下げ着手」よりも材料される可能性はある。その時、日本として何ができるのか。この点は別の機会に議論を譲りたいと思う。

《メインシナリオへのリスク点検～原油輸入に肉薄するデジタル赤字～》

コンピュータサービスの試算イメージ

その他サービス収支赤字、筆者のフレーズで言うところの「新時代の赤字」はデジタル赤字という名称で色々なメディアに取り上げられるようになってきている。日経新聞で初めてデジタル赤字というフレーズが使われたのが 2023 年 2 月だった。それから 1 年足らずでサービス収支と円安の関係性を論じる風潮は大分、市民権を得てきているように感じる。足許も、円安相場に沿って注目度は非常に高く、毎日のように照会を頂く。必然的に

にその他サービス収支赤字について、「将来に関する具体的な見通しはあるか」という照会も増えている。筆者自身の試算は持ち合わせていないが、2022 年 7 月 20 日に開催された経済産業省の「第 6 回半導体・デジタル産業戦略検討会議」の資料ではクラウドサービスなどを含むコンピュータサービスが生み出す赤字に関し、「現在のペースでいくと、2030 年には約 8 兆円に拡大する」との試算を示され、それが原油輸入額を超える規模であるという未来が示されている¹。この際、同資料では 2021 年の原油輸入実績と



¹ 経済産業省『第6回 半導体・デジタル産業戦略検討会議』2022 年 7 月 20 日

して約 6.9 兆円という数字が紹介されているが、本稿執筆時点で最新となる 2023 年のそれは約 11.3 兆円とさらに大きいことは付記しておきたい（前頁図）。

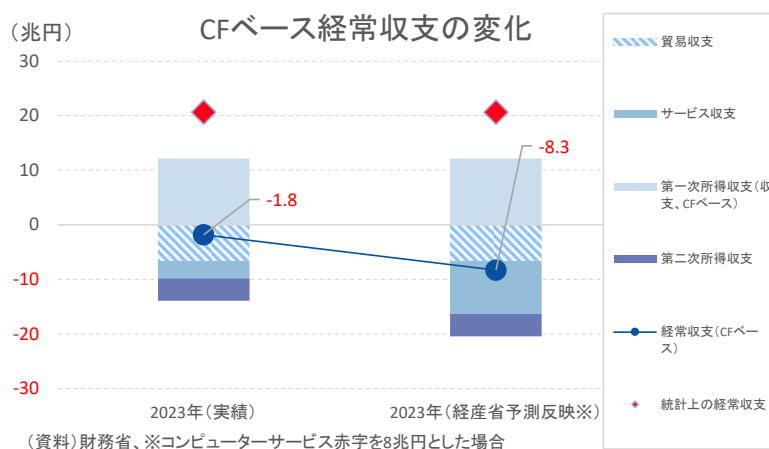
なお、この 8 兆円の積算根拠は「国内パブリッククラウド市場の規模に近似している」と見なし、今後、国内パブリッククラウド市場の民間予測に基づく成長率と同程度に拡大すると仮定すると、2030 年には年間約 8 兆円の赤字額になると推計」と報告書には注記されている。こうした経産省予測が実現すると経常収支のイメージはどう変わってくるのか。簡単に考えてみたい。

予測通りなら「新時代の赤字」は約▲12 兆円に

筆者はその他サービス収支のうち「通信・コンピューター・情報サービス」という項目をデジタル赤字の一因として着目してきたが、同会議では、その中の「コンピュータサービス」だけを切り出している。しかし、2023 年を例に取れば「通信・コンピューター・情報サービス」の赤字（▲1 兆 6745 億円）はほぼ「コンピュータサービス」の赤字（▲1 兆 5032 億円）で説明可能ゆえ、切り出さずとも議論の影響に大勢は無い。仮に「コンピュータサービス」だけで▲8 兆円もの赤字を出すようになると、「通信・コンピューター・情報サービス」の赤字が現在（2023 年時点で約▲1.7 兆円）から 6 兆円強、拡大するイメージになる。「通信・コンピューター・情報サービス」を包含するその他サービス収支こと「新時代の赤字」は 2023 年、約▲6 兆円の赤字を記録していた。よって、他の条件が一定ならば、経産省予測通りに「コンピュータサービス」の赤字が拡大すると「新時代の赤字」は約▲12 兆円まで膨らむことになる。

この予測が的中した場合、旅行収支

黒字が+3 兆円から+4 兆円という過去最大ペース（2023 年実績は約 3.5 兆円）で黒字を稼ぎ続けたとしても、「新時代の赤字」の半分も相殺できない構図になる。そこへ慢性的に赤字である貿易収支、統計上の黒字でしかない第一次所得収支黒字を合計したものが経常収支になる。参考までに 2023 年の経常収支においてコンピュータサービスの赤字が仮に▲8 兆円だった



とすると CF ベース経常収支の赤字は▲1.8 兆円から▲8.3 兆円へ、4 倍ほどに膨れ上がる（図）。これは円が対ドルで▲30%以上下落した 2022 年の▲10.2 兆円に匹敵する赤字だ。2030 年時点の経常収支など合理的な予測はできないが、既に多額に上っているサービス収支赤字が一方向的に拡がることで円の需給環境は劇的に歪んでしまう。

原油とコンピュータサービスは同じ

この会議資料の秀逸な部分はコンピュータサービスと原油を並べて議論した点だろう。確かに、日常生活に食い込んでいるという意味では中東産油国などから輸入する原油も、米国企業から購入するデジタル関連サービスも共通している。しかし、原油は諸要因で価格変動する一方、恐らくデジタル関連サービスの単価は今後上がることはあっても下がることは考えにくい。デジタル関連サービスを提供する外資

系企業で働く人々の給料が上昇傾向にある以上、それは不可避の展開であろう。日本人がその痛みから解放されるためには日本人の給料も同じくらい上昇する必要があるわけだが、その難易度が高そうなことは多くの国民が知る通りだ。コンピュータサービスへの外貨支払は原油へのそれと同様、日本経済にとって必要不可欠だが、その価格形成に殆ど関与できない厄介なコストとなっていくことが懸念される。

もちろん、デジタルサービスを抜きにして実体経済の生産性が改善することも難しいだろうから、それ自体に実体経済を焚きつける効用も期待できる。とはいえ、日本経済の歴史において石油を筆頭とする鉱物性燃料価格の上昇が為替需給を歪め、円売りを強めてきたことを思えば、「新時代の赤字」がそれに次ぐ、いやそれに勝る円売り材料として幅を利かせてくる未来は強い警戒を要する。現状、日本は「成熟した債権国」に位置づけられるものの、半世紀以上前に提唱された国際収支の発展段階説ではこうした経路で為替需給が歪むことについて想定がなかったことは知っておく必要がある。仮に「債権取り崩し国」に引っ張られる未来が到来するとすれば、「新時代の赤字」がその主因となる可能性を考慮したい。

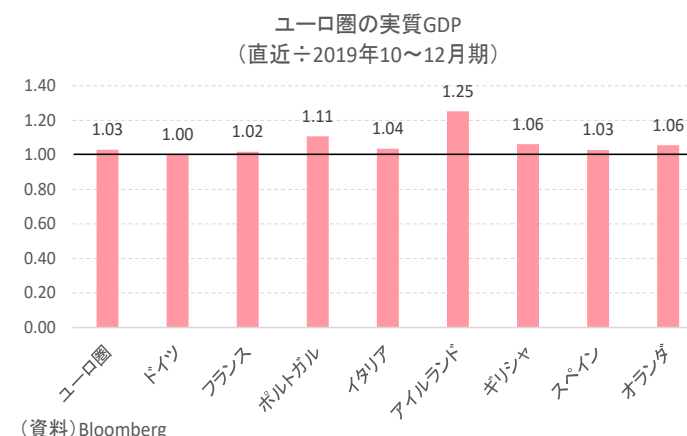
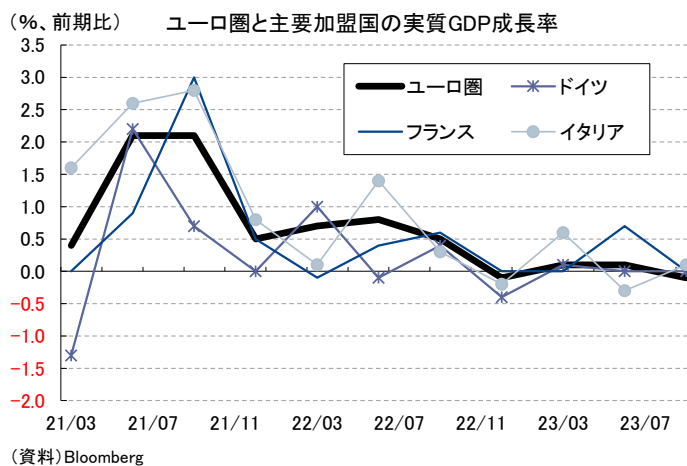
◆ ユーロ相場の見通し～賃金減速と「夏」の重要性～

《ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～正当性を帯びる「夏」の重要性～》

ソフトランディングを果たすユーロ圏

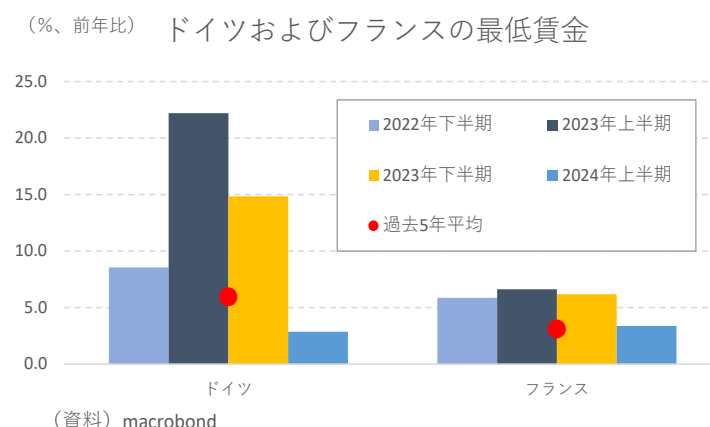
1月30日に公表された2023年10～12

月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比横ばい（+0.0%）となり、市場予想の中心（同▲0.1%）をわずかに上回った。前期比年率では+0.1%と辛うじて増勢も確保しており、ほぼ確実と思われていたテクニカル・リセッション（2四半期連続のマイナス成長）を回避した。もちろん、マイナス成長を免れたというだけで、ゼロ成長は紛れもなく「停滞」である。また、ゼロ成長であれば、今後の改定を経て「やはりリセッションだった」という可能性もあるだろう。しかし、一時期不安視された深いリセッションを回避した上でソフトランディングに成功したと言える状況になりつつあることは朗報と言える。国別に見ると、「帰ってきた病人（sick man returns）」と揶揄されるドイツは同▲0.3%で2四半期連続の横ばいとなった後のマイナス成長であり、2022年4～6月期以降の7四半期でプラス成長だったことは2回しかない（残り5回のうち3回がマイナス成長、2回がゼロ成長だ）。テクニカル・リセッションの有無以前に、本当の意味でのリセッションの淵に立たされているのがドイツである。そのほかフランスも2四半期連続の横ばいとなり、ユーロ圏の約50%を占める2大国が全く成長していないという実情が透ける。ちなみにユーロ加盟国において、パンデミック前の実質GDP水準を唯一、復元できていないのはドイツだけである。



既定路線化する賃金失速

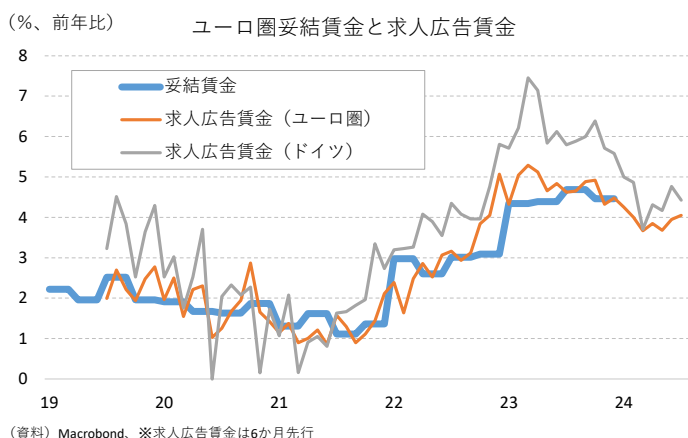
現状、ECBの政策運営を検討する上では「夏」を1つの目途として5月末にかけて逐次公表される雇用・賃金指標の仕上がりが利下げを正当化するかどうかを見極めることになる。この点、低調な実体経済と整合的にドイツの賃金情勢は際立った減速を確認可能で、それ自体が域内全体に波及する展開が予見される。ユーロスタットが半期に一度



公表する最低賃金に関し、ドイツは 2023 年上半期の前年比+22.2%から 2024 年上半期は同+2.9%まで急減速しており、過去の趨勢を優に下回る状況まで漕ぎついている。2023 年から 2024 年にかけてはフランス含め他の加盟国でも同じような傾向が見出せるが、ドイツの失速は特に著しいものがある。

「夏」は確かに重要になりそう

より実勢に即した賃金情勢として ECB が注視するオンライン求人広告を用いた賃金動向調査（※アイルランド中央銀行と米求人検索サイト「インディード」が実施）を見ると、やはりドイツの失速がユーロ圏全体の失速を規定し、それが今後の妥結賃金の落ち着きに繋がってきそうな実情が透ける。求人広告賃金との間に 6 か月程のラグがあるとすれば、やはり ECB が目途として設定する「夏」というのは相応の正当性が認められそ

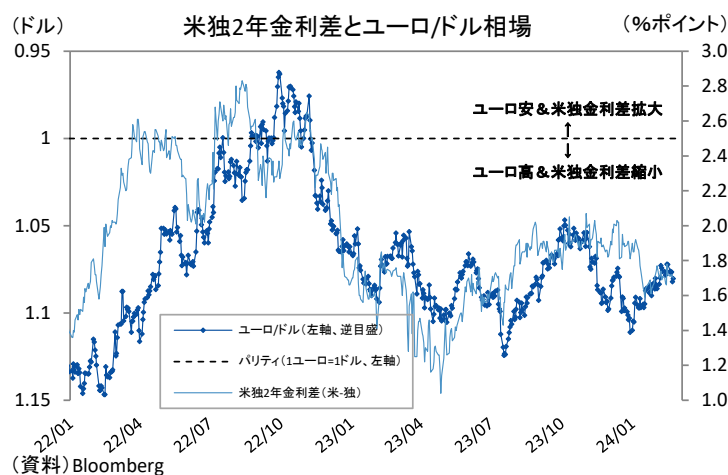


うだ。その頃には妥結賃金が+3%~+4%のレンジに落ち着き、+2%に向けた軟着陸も視野に入っている可能性がある。5 月もしくは 6 月の FOMC で利下げ着手という大方の想定通りに事態が進めば、欧米金利差の縮小はそれほど進まず、ユーロ相場が大崩れすることも無いと考える。

《ユーロ相場の現状と展望～「盤石の需給構造」が支える下値～》

ユーロ/ドル相場の先行き

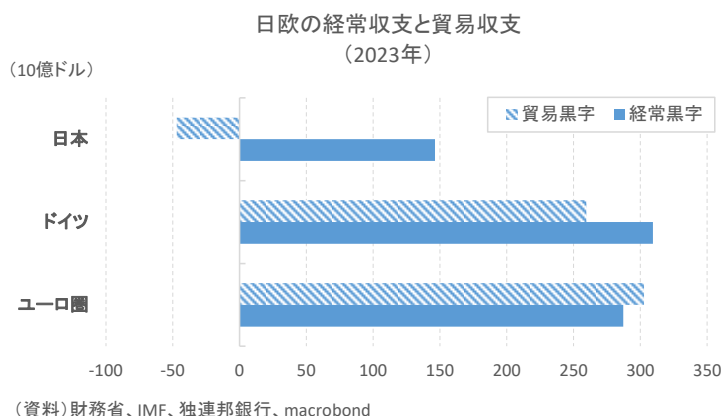
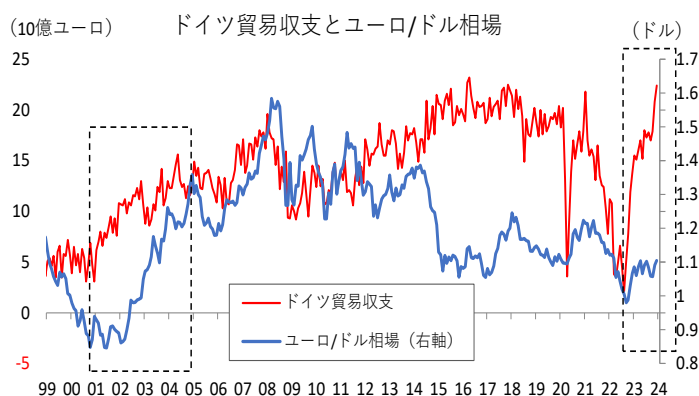
ドル/円相場の高止まりや日本株の最高値更新を受けて、金融市場の関心が日本や米国に集中する一方、ユーロ圏に関する情報がやや乏しくなっているが、ユーロ相場の現状と展望についても論点整理をしておく必要がある。筆者は ECB が年後半において利下げに踏み込んだとしても、ユーロ相場は大崩れする可能性は低いと考える立場だ。理由は少なくとも 2 つある。第一に欧米金利差が大きく変わらなそうなこと、第二に域内の需給構造が盤石であること、だ。周知の通り、ドル/円相場同様、ユーロ/ドル相場も対米金利差によって方向感が規定されやすい(図)。筆者想定では今年上半期中(5 月もしくは 6 月)に FRB が利下げに踏み切り、これに遅れて 9 月頃には ECB も利下げに踏み切ると予想している。結果、両中銀共に▲25bp ずつの利下げ軌道に入る状況下、欧米金利差から予見されるユーロ/ドル相場は方向感が見出しづらい展開になると予想する。一時期、実体経済状況に関し、ユーロ圏が米国に大きく劣後するとの見通しからユーロ相場が押し込まれるとの論調が根強かったものの、ここに来てユーロ圏もリセッション回避が基本シナリオに復帰しつつ



ある。とすれば、ECB だけまとまった幅の利下げが必要になるという想定も難しいだろう。敢えて言えば、ECB の政策金利水準の方がそもそも低いことや、リセッションを回避したとは言え実体経済は超低空飛行が続くようなことを踏まえれば、金利差が示唆するユーロ/ドル相場の方向感基本的には下向きと考えるのが無難ではあろう。

盤石の需給環境

かねて論じているように、ユーロ相場が大崩れしない最大の理由はやはりその需給環境にある。2022 年に限って言えば、ロシア・ウクライナ戦争の余波を受けて石油および天然ガスの価格が暴騰した結果、ドイツひいてはユーロ圏全体の経常・貿易収支が大きく棄損した。世界最大を誇るドイツの貿易収支黒字が消失したのも 2022 年半ばであり、同時期にパリティ割れに至ったのは偶然ではない(右図・上)。2000 年から 2002 年にかけて直面したパリティ割れの局面も、結局はドイツ貿易収支黒字の復調と共にユーロ/ドル相場が引き上げられるような構図だった。今回も 2022 年が暖冬であったことや、北欧からの代替調達を整備されつつあることなどを契機に天然ガス価格が落ち着き、ドイツの貿易収支黒字ひいてはユーロ圏の経常収支黒字は復元された。その結果、ユーロ/ドル相場が値を戻したという印象は強い。また、日本人の



目線からすれば、ユーロ圏の経常収支黒字の支柱が貿易収支黒字であるのに対し、日本のそれは第一次所得収支黒字であり、それこそが両通貨の明暗を分けているという事実も押さえておくと良いだろう(図・下)。日本もドイツも世界的には経常黒字大国という点で共通しているが、その中身は別物であり、特に通貨価値を支えるという観点からは比較にならないほどユーロの方が盤石の需給構造を備えている。

投機的なユーロ買い余力はある

本稿執筆時点で最新となる 2 月 20 日時点の IMM 通貨先物取引の状況を踏まえれば、投機筋による対ドルでのユーロの買い持ち高は+91.9 億ドルと拡大しており、その水準はまだ過去 1 年のピーク(+258.53 億ドル、2023 年 5 月)と比較して 3 分の 1 弱にとどまっている。投機的なユーロ買いの余力はまだ相応に残っていると考えて良いだろう。ECB が 3 月、4 月、6 月と現状維持を貫く中、一時的ではあるものの、(利下げをちらつかせるドルに対して) 強含みやすいという部分はあるのではないかと。今後 1 年間のパスを総括すると、前半は強含んだ後、後半は利下げを受けて押し込まれやすいものの、盤石な需給

環境もあってせいぜい 1.05 割れを臨む程度で下げ止まる展開を筆者は想定している

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。