

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2024 年 5 月 1 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～34 年ぶり安値を前にちらつく最悪シナリオ～

日銀金融政策の現状と展望～回避された為替との戦い～	P.3
円相場の現在地について～「技あり」声明も機は熟せず～	P.5
円相場の需給環境について～CF ベース経常収支は赤字圏脱せず～	P.8
家計部門の運用行動について～既に年間ペースの「家計の円売り」～	P.12
米金融政策の現状と展望～「でこぼこ道」or「再燃の入口」～	P.14
メインシナリオへのリスク点検～最悪の円安リスクはどこに～	P.16

◆ ユーロ相場の見通し～国際協調の鍵握るユーロ相場～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～6 月利下げは既定路線に～	P.18
ユーロ相場の現状と展望について～国際協調の鍵握るユーロ相場～	P.19

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

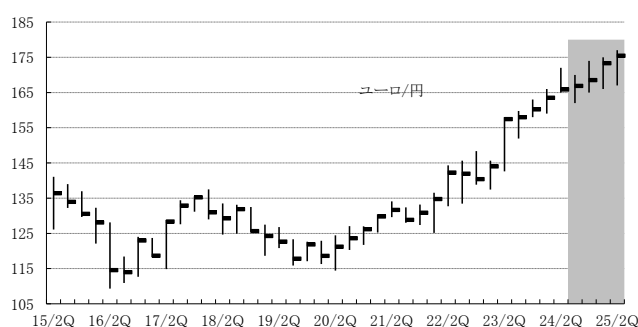
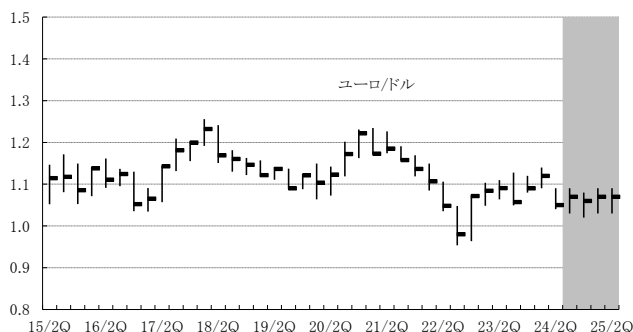
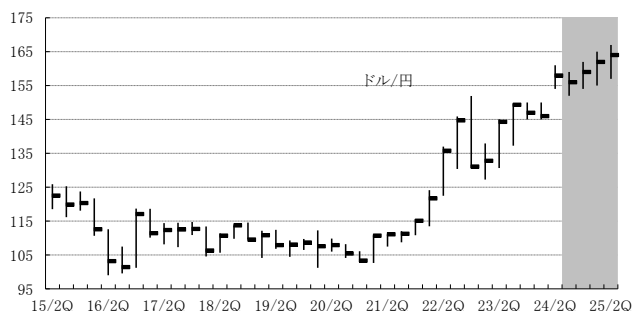
4月のドル/円相場も続伸し34年ぶりの高値更新に至った。円安対応を期待された日銀は為替との戦いを避け現状維持を貫いた。これ自体、真つ当な対応であったと考えるが、これに応じてさらに円売りは強まっている。今年に入ってから円安を捉えて「金利差では説明できない」というフレーズを繰り返し目にするようになっているが、本欄では2年以上強調してきた論点であり今更感が非常に強い。これまで執拗に繰り返してきたように、円安の根底には需給構造の変容がある。それはデジタル赤字拡大などに象徴されるキャッシュフロー(CF)ベース経常収支の赤字化であり、新 NISA 稼働を受けた「家計の円売り」である。そもそも拡大している日米金利差を使ってドル/円相場の展開を語ろうとする思考停止の論陣がようやく目を覚ましたというのが最近の為替論壇の実情ではないだろうか。もちろん、最近の円売りには投機的な色合いも濃く、FRBの利下げなど、利益確定の際にはかなりまとまった幅の円高も期待できる。しかし、FRB が利下げしたからと言って日本の経常収支が改善するわけではない。例えばデジタル赤字一つ取ってみても、国際的に見て日本のそれは相対的に大きい。一朝一夕に改善するのが難しい需給要因で円安が収束しなくなっていることを認めつつ、需給改善のための腰を据えた政策議論が求められている。その上で政府・日銀による対症療法にも注目は集まるが、それは本当に重要な話ではない。

片や、4月のユーロ相場は軟化した。ほぼ併走するかに思われた ECB と FRB の政策運営だが、6月以降、利下げに舵を切るであろう ECB に対し、年内利下げの可能性が疑われる FRB という構図が定着しつつあり、両者の乖離はにわかに大きくなっている。域内の雇用・賃金情勢を巡る需給ひっ迫が直ぐに解消するような雰囲気は無く、利下げの緊急性は疑わしいが、成長率がゼロとマイナスを行き来するような状況下、利下げを躊躇う理由もあまりない。ラガルド ECB 総裁は「全ての項目が2%に戻るまで待つつもりはない」と明言しており、利下げに対して前のめりになっているようにすら見える。とすれば、6月以降、欧米金利差拡大からユーロ/ドル相場の水準が大きく切り下げられる展開を予想したい。4月の G20 や G7 ではドル高が問題視され、強い国際協調を要するような展開にまでは至らなかった。しかし今後、ユーロ相場が大きく値を下げ、輸入物価経由でインフレが押し上げられるような状況に追い込まれれば話も変わってくるだろう。ドル高がユーロ圏をどれほど苦しめるかどうかは、為替市場全体に大きな影響を与える国際協調がどう転ぶかを検討する上で重要な論点になる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～4月(実績)	2024年 5～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	140.80 ～ 160.24 (157.74)	154 ～ 161 (158)	152 ～ 159 (156)	154 ～ 162 (159)	155 ～ 165 (162)	157 ～ 167 (164)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1046 (1.0662)	1.04 ～ 1.09 (1.05)	1.03 ～ 1.09 (1.07)	1.02 ～ 1.08 (1.06)	1.03 ～ 1.09 (1.07)	1.03 ～ 1.09 (1.07)
ユーロ/円	155.10 ～ 171.60 (168.20)	165 ～ 172 (166)	162 ～ 170 (167)	165 ～ 174 (169)	166 ～ 175 (173)	167 ～ 177 (175)

(注) 1. 実績の欄は4月30日までで、カッコ内5月1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～34 年ぶり安値を前にちらつく最悪シナリオ～

《日銀金融政策の現状と展望～回避された為替との戦い～》

「為替市場には付き合わない」は基本

4 月 26 日の日銀金融政策決定会合は金融政策の現状維持を決定した。事前に注目された国債購入規模の減額も決定されず、声明文も簡素な元来の姿に戻った。円安対策としての金融引き締めを期待した為替市場では円売りが加速し、対ドル相場は週明け 160 円に到達している。その後、一時 154 円台まで急落するなど乱高下が見られているものの、為替介入の有無や金額の実情については 5 月 31 日の「外国為替平衡操作の実施状況」まで分からない。その後の日銀当座預金増減要因（財政等要因）と短資会社による予想の乖離から察するに約 5 兆円の円買い介入が実施された可能性がある。その効果は本稿執筆時点で消えつつあるが、日本の外貨準備も漸増傾向にあるため、この程度の額で動揺する必要はないだろう。

円安加速の引き金を引いたイベントして今回の日銀金融政策決定会合を指摘する向きは多い。確かに、会合前後からの為替市場は明らかに「投機的な円売りによって円安対策としての引き締めが催促される」という状況に直面しており、本欄で懸念していた通りの展開になっている。今回、批判こそあるものの、現状維持で突っぱねたこと自体、筆者は支持したいと思う。ここで引き締めをすれば「円売りで催促すれば引き締めして貰える」という前例を作ることになる。投機的な円売りを行う者にとって最高の利益確定機会であり、必ず 6 月会合でもリピートされるだろう。その逆パターンで散々苦しめられた白川体制の前例を踏まえれば、ほぼ間違いなくそうなるはずだ。

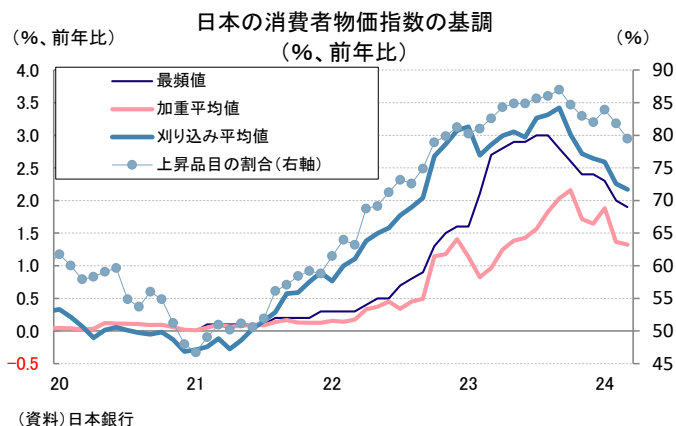
もちろん、このままの状況で 6 月会合を迎えても同じような円売り地合いに直面する可能性はある。実際、その後に 160 円まで加速している。だが、日本の連休中で流動性が細っていたところ、投機的な売り仕掛けも入り、値が飛びやすくなっていたという特殊な事情もあっただろう。ゴールデンウィークに為替変動が大きくなるのはこれまでも経験しているところではある。投機的且つ過度な為替変動であれば、再三財務省から情報発信されている通り、為替介入の対象として処理する筋合いにある（今回がそうだったかはまだ分からない）。いずれにせよ毎会合のように利上げを引き出されれば日本経済は持たないのだから、スルーできる時にはスルーした方が良く、助け船（端的に FRB の利下げなど）が来るまで凌ぐしかない。「それは他力本願ではないか」と言われることがあるものの、そもそも変動為替相場制とは米国の通貨・金融政策を基軸とする他力相場が本質である。他力本願であること自体、特に恥ではなく、また、それは日本に限ったことでもない。上手く時間稼ぎしつつ、無駄な戦いでカードを浪費することがないように立ち回ることが期待される。中央銀行として「為替市場には付き合わない」という姿勢を見せることは基本であり、それが実弾の限られている通貨防衛戦であれば尚のこと推奨される。

現状維持の理由

円安の喧騒の中で市場は聞く耳を持たないが、現状維持の理由も相応にあったように思える。植田日銀総裁は「円安で（一時的な変動要因を取り除いた）基調的な物価上昇率に無視できない影響が発生すれば政策の判断材料になる」と述べている。今回の会見では最近の円安について「基調的な物価上昇率への大きな影響はないと判断した」と述べており、これが現状維持の理由だという説明があった（そしてこの部分が円売りを加速させたという声は多い）。もっとも、「基調的な物価上昇率」の定義は明らかにされていないため、市場参加者は何をもってこれを判断すべきか分からない。真つ当に考えれば、日銀が月に 1 回

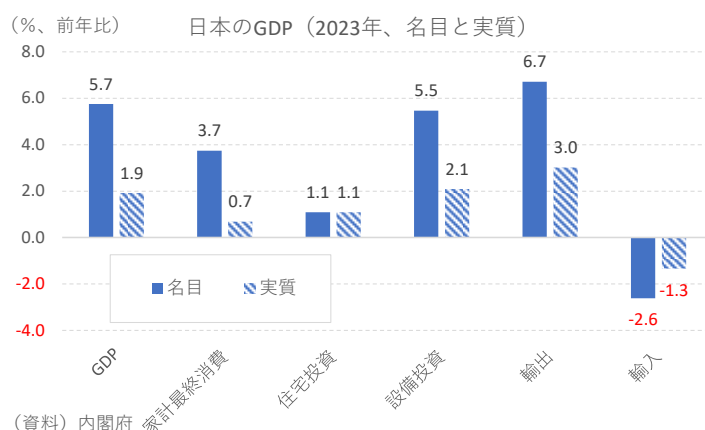
公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」が判断材料になる。確かに、図に示すように、日銀が公表する各種の基調的な指標に照らせばモメンタムは確実に鈍化しているため、利上げ見送りは妥当な情勢とも読める。

だが、他にも市場ベースや調査ベースのインフレ期待を含め想定される計数は多種多様だ。例えば、現時点で「生活意識に関するアンケート調査」を取れば、確実に円安経由の悪い物価上昇への懸念が際立つ。「次の一手」を予想する立場からすれば、例えば「消費者物価指数（CPI）の刈込平均などでは明らかに上向いているが、市場ベースのインフレ期待が付いてきていない」といったような状況をどう判断すべきなのか確信が持てない。ただ、今回の日銀の判断につき、現状維持を決める真つ当な材料があったことも事実に見える。繰り返しになるが「円安になっているから」という理由だけで金融政策を決定する為替隷属的な姿勢に筆者は同意しかねる。



来たるべき「利上げの方便」

とはいえ、今後の円売りペースによっては現状維持を貫くにも限度はあるだろう。その際、こういった方便が用いられるのか。円安を直接的な理由として用いることは難しいだろう。恐らく、植田体制発足以降で連呼されている「第一の力」、「第二の力」といったフレーズに照らして考えるのが分かりやすいはずである。周知の通り、



「第一の力」は円安や資源高などのショックを反映して輸入物価が上昇し、それが国内物価に波及する段階、「第二の力」はそれが賃金を押し上げ、値上げと相まった好循環が進展する段階を指している。現在の日銀による診断は「第一の力」で止まっており、「第二の力」に及んでいない（ゆえに現状維持）というものだ。しかし、現状、「第一の力」は円安と原油高によってこの上なく強まっている。その結果、家計の実質所得環境などが劣化し、成長率の名実格差として現れている。これは昨年10～12月期GDPでも確認した通りである(図)。

「名目成長率>実質成長率」はデフレではない普通の経済状態の象徴ではあるが、その乖離が大きくなり過ぎればいわゆるスタグフレーションに至る。言い換えれば「第一の力」が「第二の力」を食ってしまっている状況がスタグフレーションである。スタグフレーションに至る過程では実質個人消費が弱まる段階を経るので、その時点では「利上げが難しい」という判断になる。恐らく現状はこの段階にある。

今後、インフレが落ち着き、名実ともに低成長に着陸する「普通の停滞」に至れば現状維持でやり過ごすことができる。しかし、円安・資源高が収まらずスタグフレーションが現実味を帯びればやはり望まぬ利上げに追い込まれる。その際、スタグフレーションという言葉を使わずに決断するならば「円安による

実質個人消費の低迷に対処するため、利上げによって日米金利差縮小を企図した」といった方便になるうか。しかし、どう取り繕ってもこれは為替に隷属した金融政策であり、実質的には通貨政策である。

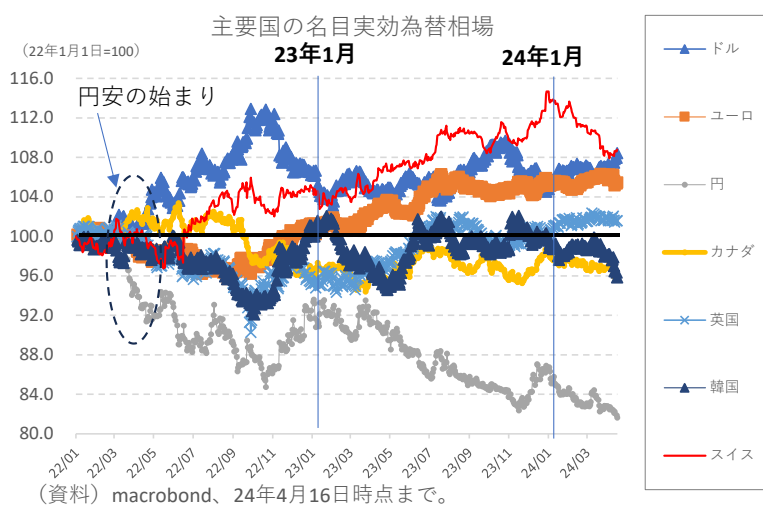
《円相場の現在地について～「技あり」声明も機は熟せず～》

「技あり」の日米韓声明

ワシントンで 4 月 17 日から始まった G20 財務相・中央銀行総裁会議にあわせて、同日には G7 財務相・中央銀行総裁会議が開催された。G7 共同声明には「我々は、2017 年 5 月の為替相場についてのコミットメントを再確認する」との文言が盛り込まれている。2017 年 5 月のコミットメントとは「我々は、為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得ることを再確認する」というものであり、新味こそないが日本を含む通貨安に悩む国にとっては 1 つの収穫ではあったと言える。しかし、今回、耳目を引いたのは G7 共同声明よりも、それと同日に初めて開催された日米韓財務相会合であった。同会合では「最近の急速な円安・ウォン安への日韓の深刻な懸念を認識し、外国為替市場の動向について引き続き緊密に協議する」と盛り込んだ共同声明をまとめている。通貨安に悩む隣国を巻き込んだ上で米国と連名で声明文を採択するのは目新しいアプローチであり、介入警戒感からドル/円相場は一時的ながら押し下げられた。多国間の合意形成を待たず仲間を見つけて巻き込んだ上で情報発信するという一手は「技あり」という印象も受けた。

国際協調にはまだ機は熟せず

もともと、変動為替相場制の方向感はいくつかの国に規定される。現状、米国経済が抱く最大の問題意識がインフレ抑制で、そのためにはドル安よりもドル高の方が望まれる状況がある以上、「国際協調でドル高を修正する」というプラザ合意的なアプローチは発展しづらい。また、そうした米国側の事情に加え、米国以外の事情を見渡しても国際協調に至るほどの熱はまだ帯びていないように見受けられる。例えば今回は同じ東アジア通貨



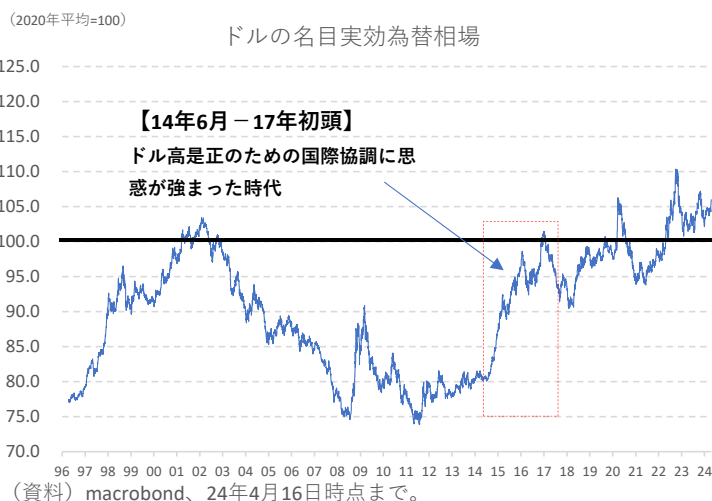
の中で下げの大きな 2 通貨として円と韓国ウォンがタッグを組んだ格好だが、年初来で韓国ウォンは確かに下げているものの、近年という意味では円ほど強烈かつ持続的な通貨安に悩んでいるわけではない(図)。ユーロも対ドルで年初来安値を更新する地合いにはあるものの、名目実効為替相場 (NEER) で見ればまだ年初来で横ばい程度だ。ドル高是正のために主要国が足並みを揃え、国際協調に挑むという展開を期待するには、まだ機が熟しているとは言えない。

2017 年のドル高にはまだ及ばず

今回に限らず、これまでも G7 や G20 の舞台では、メンバー国の通貨で過度な相場変動があれば声明

文を通じて一応の配慮が示されてきた。その際、第二次プラザ合意的な国際協調を期待する機運が高まることも断続的にあったが、最終的にそれが実現することも無かった。直近では、第二次プラザ合意への期待は 2016 年 2 月の上海 G20 前後で浮上した経緯がある。当時は 2014 年 6 月に始まったドル高局面の最中、今よりも遥かにドル高が迫力と持続性を伴っていた。

当時のドル高を象徴するエピソードとして 2016 年 9 月 12 日、ブレイナード FRB 理事（当時）が講演において「2014 年 6 月から 2016 年 1 月までに見られた約+20%程度のドル高について 8 回分（すなわち 25 ベーシス×8 回≒200 ベーシスポイント）の利上げに相当する」と述べたことが挙げられる。それほどまでにドル高が米国内でも意識されていたからこそ、2016 年 2 月の上海 G20 に対する第 2 次プラザ合意への思惑、その後には真偽不明の上海合意に対する思惑まで強まり、ドル安が進むこともあった（図）。

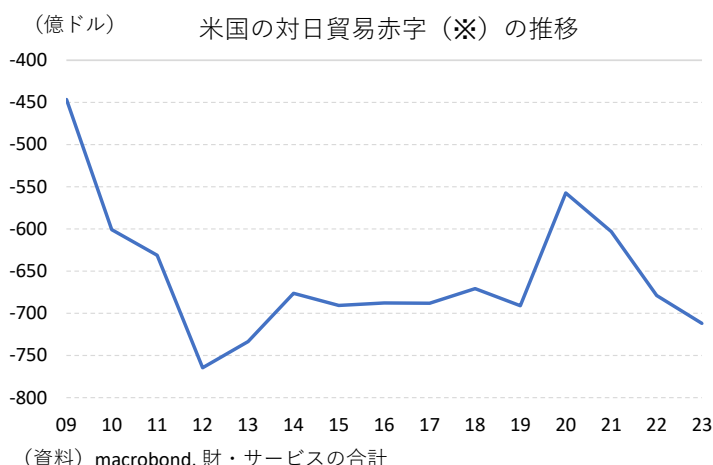


また、当時の米国はトランプ大統領（当時）の下でドル安志向がテーマ視されており、インフレも問題視されていなかったなど、今とは異なる時代背景もあった。米国の通貨政策、言い換えれば政治としてドル高是正を望む理由はあった。何より 2014 年 6 月以降に始まったドル高局面と比べれば、足許のドル高は「局面」と呼べるほど持続性を伴っていない。そもそも昨年はドル安だったことも思い返したい。

トランプ氏と為替に対する考え方

既にドル高に対するトランプ氏の「口」撃は始まっている。4 月 23 日、約 34 年ぶりとなっている円の対ドル相場を取り上げたトランプ氏が SNS 上に「アメリカにとって大惨事(a total disaster)」と投稿したことが大々的に報じられている。同氏はドル高に関し、「愚かな人々にとっては聞こえがいいが、米国内の製造業はドル高で競争できなくなっており、ビジネスの多くを失ったり、外国に工場を建設したりすることになる」と立場を明示した上で、バイデン大統領が円安・ドル高を放置しているとの批判を展開している。この真意を問う照会が多いので筆者なりの所感を示しておきたい。

こうした言動は前回のトランプ政権（2017～2020 年）を知る市場参加者にとってさほど違和感が無いものである。トランプ氏の脳内は「円安はドル高の裏返しであり、米国の製造業が煮え湯を飲まされている」という価値観が根付いており、それは自身の政治戦略も相まって半永久的に変わりそうにない。当選しようとしまいと同種の



発言は今後も繰り返されるだろう。しかし、米国の対日貿易赤字は「34年ぶりの円安」に呼応して拡大しているわけではない。確かに、過去3年間、拡大基調にあるものの、トランプ氏の在任期間と概ね同程度（約700億ドル）だ（前頁図）。しかも、過去の本欄でも繰り返し論じているように、今年に入ってからドル高相場はともかく、過去2年間かけて辿り着いた約34年ぶりの円安・ドル高は明らかに「ドル高の裏返し」ではなく、日本固有の要因に根差している。事実、実効ベースで見れば2023年のドル相場は下落して越年しており、まだ今のドル高は「局面」と言えるほどのトレンドになっていない。しかも、円安によって日本の輸出数量は増えず、だからこそ貿易収支赤字が拡大し、円高への揺り戻しが生じないという構造的な問題もある。2022年に過去最大、2023年に過去4番目の赤字を記録した貿易赤字大国である日本の通貨が下がっていること自体、理論的に何もおかしいことは無い。円安を理由に日本の米国に対する不公正貿易を訴えてもあまりに虚しい状況だ。

既に大きい日本企業の貢献

振り返ってみれば、2016年11月の当選前後から2020年1月の任期満了に至るまで、トランプ氏は執拗に対米黒字を抱える国を攻撃し続けた。その最大の矛先は米国の貿易赤字の半分を占める中国であったが、メキシコや日本、ドイツなど外交的に近い国にも執拗な批判が重ねられた。例えば、日本に対しては貿易不均衡の是正を念頭に、日本の自動車企業が米国での現地生産を増やすよう繰り返し要望を口に出している。しかし、日本企業の貢献は既にかなり大きいものでこれはトランプ氏による壮大な誤解であ

米国進出企業の雇用者数・雇用者報酬に占めるシェア(2021年)

	雇用者数	雇用者報酬
英国	15.4%	13.3%
日本	12.6%	12.4%
ドイツ	11.6%	11.5%
カナダ	10.9%	10.6%
フランス	9.3%	8.1%
中国	1.5%	1.2%
イタリア	1.3%	1.0%
韓国	1.1%	1.3%

(資料)米商務省

る。表は2021年時点のG7および中国、韓国の米国進出企業に関し、雇用者数と雇用者報酬のシェアを大きな順に並べたものだ。賃金で見ても、雇用者数で見ても、日本企業による米国の雇用・賃金情勢への貢献は非常に大きい。米国に感謝されることはあっても批判される筋合いはない。このように真つ当な正論であっても、トランプ政権には通じないことは知っておきたい。

結局、何も考えていない？

前回政権の記憶を持たない市場参加者はトランプ再選後の為替市場に大きな懸念を抱いているかもしれない。しかし、筆者はあまり心配していない。トランプ氏は「弱いドル」への執着を常時口に出しているかと思えば、突然「最終的には私は強いドルを望む」と述べるなど、為替への定見はかなり怪しいものがある¹。ある時は深夜に大統領補佐官へ電話して「強いドルと弱いドル、米国経済にはどっちがいいんだっけ」とたたき起こ



¹ ブルームバーグ「トランプ米大統領、『強いドル』支持に転換ーエコノミストは有害指摘」2020年4月19日

した逸話も報じられた²。なお、同政権時代はムニューシン財務長官（当時）の発言も右往左往しており、恐らくはトランプ氏の定まらない為替への定見が反映されているように思われた。そうした政権の定まらない為替への思いは在任期間中のドル相場の動きにも反映されており、ドルの NEER に関し、トランプ氏当選から退任までの変化率を見ると実は横ばい（▲0.01%）である。言動が派手だった割にはドル相場が明確な方向感を伴っていたわけではない（前頁図）。

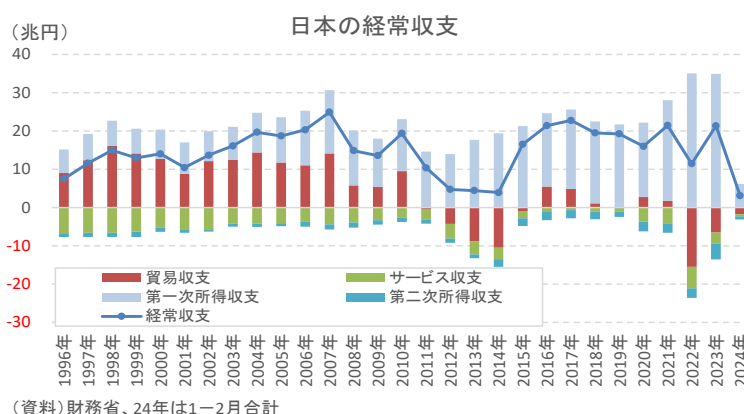
先に述べたように、トランプ氏がドル安への志向を露わにするのは、自身の票田である米北東部の工業地帯（通称：ラストベルト）へのアピールという政治的意図からであり、経済・金融情勢を慮って情報発信しているわけではないというのが前政権を踏まえた上での筆者の理解だ。一言で言えば、トランプ氏は通貨・金融政策に関して「何も考えていない」という可能性も十分考えられる。

《円相場の需給環境について～CF ベース経常収支は赤字圏脱せず～》

1～2 月期経常収支は前年並み

4 月中旬にはイランがイスラエル領土を攻撃するというショッキングなニュースが飛び込んできた。2023 年 10 月に始まったイスラエルとハマスの紛争が中東地域全域に及ぶリスクがにわかに高まっている。金融市場の観点からは原油価格の騰勢とこれに伴う世界的なインフレ圧力再燃、それを受けた FRB の利下げ遅延と円安継続を想起することになる。金利・需給両面から円安圧力が強まりかねないリスクイベントとして東京外国為替市場においても大きな材料になる。

原油価格がこのまま高止まりすること
を前提とすれば、需給面から見た円安圧力はますます重要な論点になる。改めて足許の現状整理をしておこう。この点、4 月 8 日に発表された本邦 2 月国際収支によると、経常収支は+2 兆 6442 億円と 3 か月ぶりに+2 兆円台の黒字を回復した。自動車輸出を中心として貿易収支赤字が縮小したこと、旅行収支黒字が過去最大を記録したことが改善を主導しており、これを前向きに報じるものが多い。しかし、かねて論じているように、例年 1～2 月の国際収支は中国の春節要因などもあって変動が大きいため、両月を合計した評価が求められる。1～2 月合計の経常収支は+3 兆 1012 億円の黒字だった。これは特に大きくも小さくも無い。このペースで黒字が蓄積すれば通年で+20 兆円弱の着地になる。前年並みといったところだ。昨秋以降、毎月のように旅行収支黒字が単月として過去最大を更新しているものの、負けず劣らずその他サービス収支赤字も過去最大を更新する展開が続いている。結果、サービス収支赤字の縮小が顕著に進んでいない。

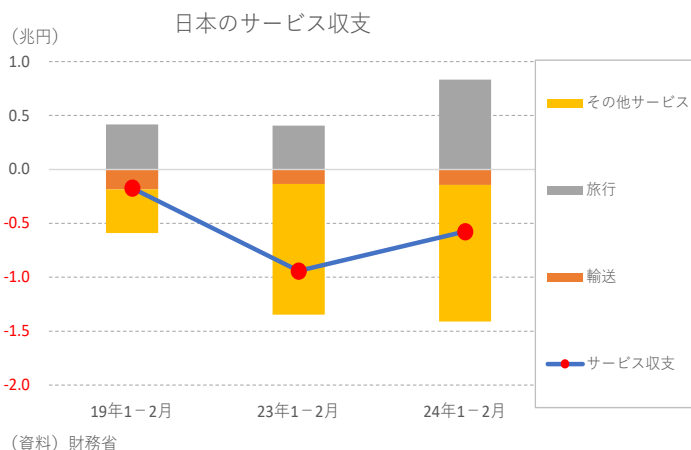


² 日本経済新聞「強いドル弱いドルどちらが国益？トランプ氏、未明に電話質問」2017 年 2 月 19 日

具体的に数字を見ると、サービス収支は前年同期（2023年1～2月合計）が▲9418億円だったのに対し、今年1～2月合計は▲5767億円と確かに改善傾向にある。これはひとえに旅行収支黒字が前年同期の約2倍である+8331億円へ増大したことの結果だ。しかし、昨年1～3月期まではパンデミックに伴う水際対策を講じていたゆえ、今の実績が地力に近いと見るべきだろう。一方、本欄で「新時代の赤字」として注目

するその他サービス収支赤字は▲1兆2657億円と前年同期（▲1兆2120億円）よりやや赤字幅が拡大させており、こちらも過去最大を毎月のように更新する状況にある。

この「旅行収支黒字（＝観光＝肉体労働）で稼いだ外貨がその他サービス収支赤字（＝デジタル、コンサル、研究開発等＝頭脳労働）に食い潰される」という構図はもはや日本の対外収支が抱える常態である。しかし、過去にも議論を重ねているように、今後、日本の人口動態がますます減少傾向にあることを前提とすれば、肉体労働による外貨獲得はじり貧と言わざるを得ない。既に、国際的な知名度を誇る日本の観光都市はオーバーツーリズムが問題視され、一部地域では建築規制や宿泊税の導入などが検討され始めている。旅行収支黒字にサービス収支全体の改善を託す状況に持続性はない。対照的に、その他サービス収支は今後赤字の拡大余地がある。



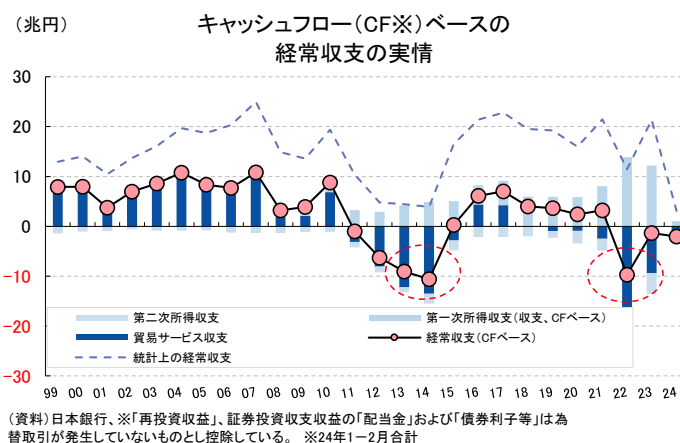
CFベース経常収支は赤字圏脱せず

なお、本欄で注目するキャッシュフロー

(CF)ベース経常収支は1～2月合計で約▲2兆円とまだ赤字圏にある。旅行収支黒字が

気を吐くだけでCFベース経常収支の大勢が変わるには至らないということだ。今後、CFベース経常収支が大きく改善するとすれば①貿易収支における輸入急減、②第一次所得収支における再投資収益や債券利子・配当金の急減などが必要になる。②を合理的に予想する根拠はなく、①については目下、真逆の展開が懸念されている。昨年末の本欄では資

源価格の落ち着きなどを前提として貿易収支赤字がパンデミック直前の10年平均程度（2010～2019年平均で▲2.5兆円程度）に収まるのであれば、CFベース経常収支も通年で黒字圏へ浮上すると考えていた。しかし、資源価格が上振れする中で今年も赤字圏に沈んだままという恐れも出てきている。

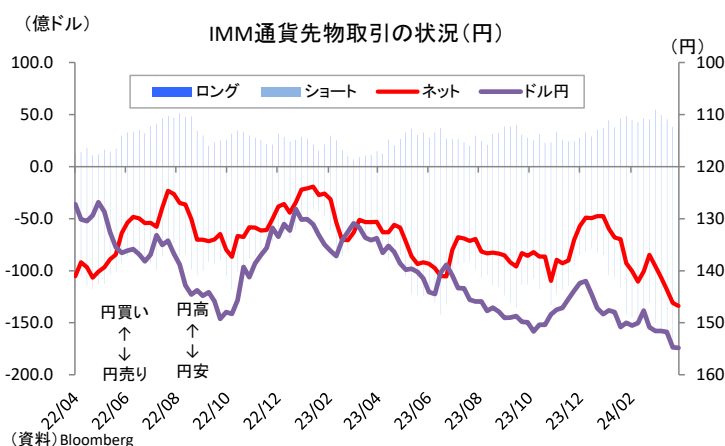


5%円高になっても・・・

この上、後述するように、既に投資信託経由の対外証券投資からは3か月で1年分の円売りが出てい

る状況である。眼前の円安は日米金利差の高止まりに加えて、こうした需給環境の変容も重なっている。今次円安局面で最高水準にある投機筋の円売り持ち高が解消される過程でどこまで値を戻せるのかが焦点になるが(図)、例えば日米2年金利差で4.5%ポイント程度、日米10年金利差で3.5%程度である。仮に、多めに見積もって5%ポイント分の円高調整を強いられるとしても、153円を起点として145円程度である。恐らくその地合いが到来した時、「やはりドル/円相場は金利差で決まる」という論調が盛り返されるだろう。何度も繰り返されてきた浅薄な議論である。

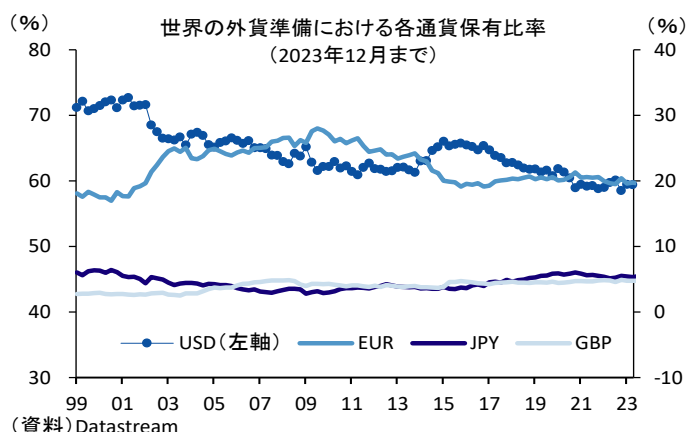
しかし、140円台を円高と呼ぶだろうか。筆者が過去2年の議論で強調していることは「国際収支構造の変容などを通じてドル/円相場の水準がシフトアップしているのではないか」という論点に他ならない。その意味では150円台が140円台になろうと、130円台になろうと、110円付近から始まった今次円安局面を説明するにあたっては金利差だけでは厳しいという主張は揺るぎようがない。これまでのドル/円相場を分析する世界においては金利差の話ばかりが集中的に取り上げられ過ぎた。だが、需給環境の変容も含め、もっと複眼的に見る必要性が認知されたのがこの2年間であったと筆者は考えている。原油価格の騰勢を前に、需給を見る必要性は増すばかりだろう。



ドル比率低下はいつか政治問題化するか？

3月29日にはIMFから外貨準備の構成通貨データ(COFER)が公表されている。為替市場を中長期的に展望するにあたって重要なデータであるため、本欄では定期的に観測している。世界の外貨準備は2023年12月末で前期比+4868億ドルの12兆3325億ドルと2期ぶりに増加している。昨年10～12月期に関し、期末と期初を比較すると米10年金利は4.6%程度から3.9%程度へ▲70bps程度下落し、ドルのNEERは約▲3%下落した。その分、世界の外貨準備に占めるドル比率は価格効果もあって目減りした可能性が推測される。

実際、今回のCOFERデータではドル比率の低下が目を引いており、前期比▲0.74%ポイントの58.41%と2022年12月末時点に記録した史上最低値(58.52%)を更新した。2021年6月末以降、ドル比率は4四半期平均で見ても60%を割り込んでいる(図)。常に80%弱を誇っていた2000年代初頭を思い返せば、四半世紀を経て外貨準備運用の世界に新しい潮流が根付いているのは間違いない。ちなみに2022年6月末以降の累積変化幅は計▲0.56%ポイントで、ロシアのウクライナ侵攻以降、西側陣営による各種制裁が長期化することによって、



外貨準備運用における非ドル化の機運が定着している可能性は疑われる。

もっとも、ドル比率の 60%割れが定着する中でドル安や米金利上昇が問題視されるような地合いにはなっておらず、それゆえに米国の通貨当局（端的には政治）がこの動きを問題視するような状況にもなっていない。しかし、今後、例えば「意外にも下がらない米金利」が関心を引くような局面が到来すると、外貨準備運用の世界における「ドル離れ」はテーマとして台頭する可能性もある。「意外にも下がらない米金利」を力業でねじ伏せようとするれば無理な利下げ、資産価格の高騰、バブルの醸成などにも繋がる。これは頭の体操に過ぎないが、中国・ロシアを基軸として対西側陣営との勢力分断が鮮明化かつ長期化する中、「ドル離れ」を新常態と捉え直した時、経済・金融情勢にどのような影響が考えられるのか。少しずつシナリオを検討しておく価値はあるだろう。

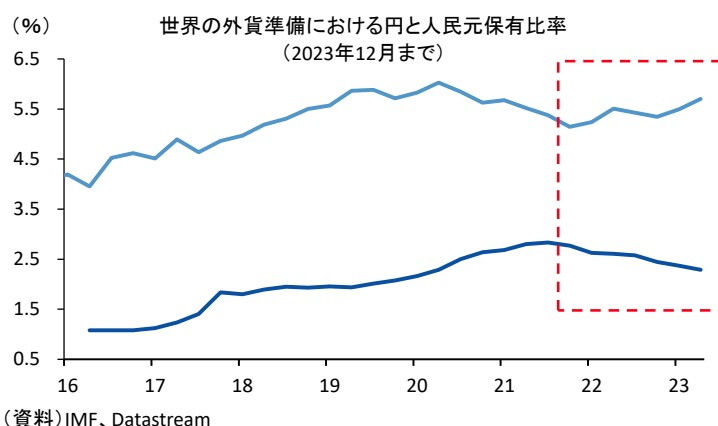
円比率上昇の裏に人民元比率低下？

ドル比率が低下する一方、受け皿になっているのがユーロで、同比率は前期比+0.39%ポイントの 19.98%に上昇している。2023 年 10～12 月期のユーロは対ドルで+4%弱上昇しているため、この動きは不思議ではない。しかし、ユーロの次に比率を伸ばしているのが円で同+0.20%ポイントの 5.70%に上昇している。同じ期間に円は対ドルで+5%も上昇している（昨年、この四半期だけは顕著に上昇した）、円比率についても価格効果を受けて上昇するのは論理的ではある。

だが、円比率の上昇は今期に始まった

ものではなく、図に示すように、2022 年 6 月末以降、基調的に上昇している。これは今次円安局面がちょうど始まった時期と符合する。COFER データが基本的にドル建ての議論である以上、今次円安局面を受けて円比率は本来低下しそうなものだが、逆に上昇しているのは興味深い。

「円の安値を拾いたい」というリザーブプレイヤーが存在するのだろうか。真相

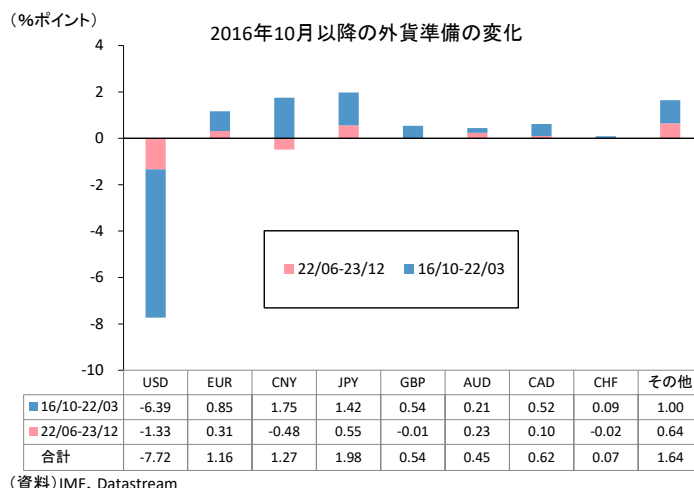


は分かりかねるが、現状、この円比率の動きを読み解く上で注目したいのが人民元比率の動きである。実は円比率の上昇が始まった時期から人民元比率は低下している。今期、人民元は前期比▲0.09%ポイントの 2.29%であり、7 期連続で比率が低下している。2022 年 6 月末から 2023 年 12 月末の変化幅を見た場合、円は+0.55%ポイントであるのに対し、人民元は▲0.48%ポイントの低下だ。邪推だが、代替需要としての円が評価されている可能性はある。

人民元の SDR 採用後の動き

ちなみに人民元が IMF の特別引き出し権 (SDR) 構成通貨として採用され、COFER データにおける数字公表が始まったのが 2016 年 10 月 1 日以降だ。詳述は避けるが、SDR 構成通貨に採用されるには基準があり、採用自体が人民元、ひいては中国の地位向上は意味するものとして当時は大いに注目された。

そこから 2022 年 3 月末までの間にドルは▲6.39%ポイントも低下した一方、人民元を筆頭とする公表通貨全てで比率が上昇した。上昇幅が大きかった順に人民元（+1.75%ポイント）、円（+1.42%ポイント）、ユーロ（+0.85%ポイント）だった。中国の要望を受けて SDR 構成通貨に採用されたので人民元比率の上昇幅が特に大きいのは自然である。しかし、ロシア・ウクライナ戦争以降となる 2022 年 6 月末以降はドル（▲1.33%ポイント）も人民元（▲0.48%ポイント）も比率を低下させており、円、ユーロ、豪ドル、カナダドルが続伸しており、特に円の上昇幅（+0.55%ポイント）が大きい。2016 年 10 月末から 2023 年 12 月末の変化幅を通算すると、円の伸び幅（+1.98%ポイント）が抜きん出ている（図）。

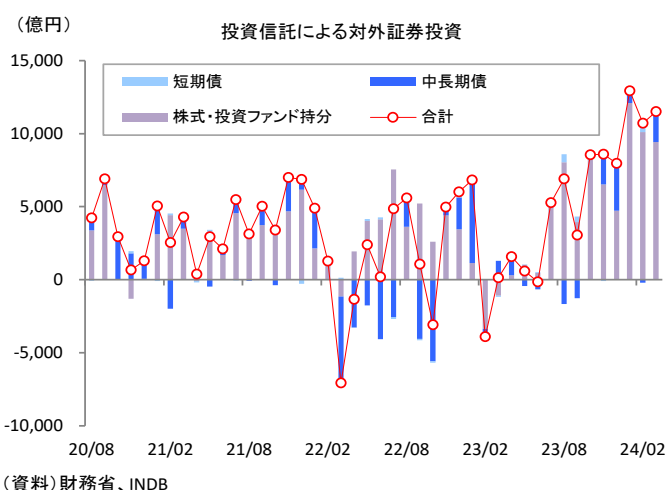


ロシアのウクライナ侵攻を契機に人民元を保有していた西側陣営が他通貨に振り返るとしても、その第一選択肢がドルやユーロではなく円となっていたのであれば、興味深い話である。また、非西側陣営からすれば、即時凍結の恐れがあるドルやユーロよりも、西側陣営の中ではまだ対口関係に改善の余地がありそうな日本の円を選んだということだろうか（結局、日銀に保管されるロシア中銀の資産は凍結されているのでこの理由は説得力がない）。理由は判然としないが、巨額のフローが動くリザーブマネーの世界で円に対する選好が強まっているのは統計上、確認できる事実だ。需給構造の変容が長引く円安の背景という理解が浸透しつつある中、日本にとっては嬉しい誤算であり、心強い援軍と言えるだろう。

《家計部門の運用行動について～既に年間ペースの「家計の円売り」～》

買い越し額は年間 14 兆円ペース

4 月のドル/円相場は 34 年ぶりの高値更新が連日続いた。語るべき論点が多いが、かねて本欄で論じてきたように、根雪のように積み上がり続ける「家計の円売り」がドル/円相場の堅調を支えている面は否めない。新 NISA 稼働に伴う「家計の円売り」については年初ほど大きな関心を感じないものの、東京外国為替市場が直面するようになった「新しい円売り圧力」として定期的にチェックすべき論点と考えられる。4 月 12 日に公表された 3 月分データによれば、投資家部門別の対外証券投資に関し、投資信託委託会社等（以下投信）は+1 兆 1515 億円の買い越しと前月から加速している。この金額は現行統計開始以来では 2 番目に大きなものだ。ちなみに 1 番大きかったのは今年 1 月、4 番目に大きかったのが今年 2 月だ。いかに歴史的なハイペースが持続しているかが分かるだろう。



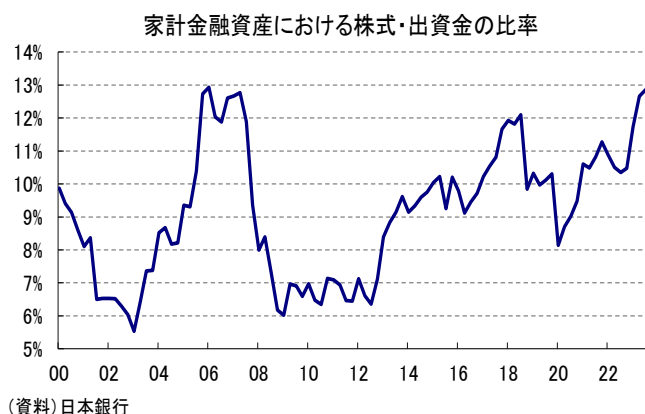
投資信託委託会社等（以下投信）は+1 兆 1515 億円の買い越しと前月から加速している。この金額は現行統計開始以来では 2 番目に大きなものだ。ちなみに 1 番大きかったのは今年 1 月、4 番目に大きかったのが今年 2 月だ。いかに歴史的なハイペースが持続しているかが分かるだろう。

こうした状況を踏まえた 1～3 月期合計の買い越し額は+3 兆 5166 億円で、四半期としてはもちろん過去最大である。通年統計で見た場合、過去 10 年平均（2014～23 年）が+3 兆 6111 億円、パンデミック直前の過去 5 年平均（2014～19 年）で見ても+3 兆 4457 億円という実績だった。つまり、今年 1～3 月期で記録した約+3.5 兆円という数字は近年で言えば年間の買い越し額に匹敵する。もちろん、為替が様々な要因で動くため、これが全てという話にはならないが、「3 か月間で 1 年分の円売り」と考えれば、年初来の円安・ドル高傾向も首肯できるというものだろう。仮に、このペースで投信経由の対外証券投資が続いた場合、年間で約+14 兆円程度の買い越しイメージとなる。少なくとも 10 兆円の大打撃は堅いと言えるだろう。1～3 月期合計の買い越し額（+3 兆 5166 億円）を商品別に見ると 3 兆 1633 億円が株式・投資ファンド持分で相変わらず投資意欲の殆どが海外株に傾斜している。

ところで資産運用立国の着地点は・・・

2024 年最初の四半期を終えたところで、日本の資産運用立国化への歩みは順当な滑り出しと表現できそうである。だが、この政策の最終的な着地点はどこにあるのか。その点はまだ良く分かっていない。新 NISA を契機として日本の家計部門が海外株式投資に熱を上げる内実は「非課税枠を設定したことによる海外株式の買い」であり、意地の悪い言い方をすれば「税金を使って海外株式を買っている」という構図にも読み替えられる。そこまでして政府が成し遂げようとしている資産運用立国だからこそ、その顛末を国民として真摯に考える筋合いがある。

例えば家計金融資産の 3 割以上を株式が占め、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経済のような姿は 1 つの着地点になり得る。日本人は「皆がやっている」という動機で極端な行動に走りやすい。多くの国民が日本経済や円の将来を悲観し、オルカンを筆頭とする海外投資に傾倒すれば、株式・出資金の保有比率はいずれその水準に到達するだろう（既に昨年 12 月末時点で過去最高タイの 12.9%だ、図）。だが、この状況が極まったと



しても、日本の家計部門が保有する株式は基本的に海外、特に米国主体ということになってしまう。その上、株式購入と引き換えに通貨価値（円安）を差し出しているような側面もある。

元々、円ひいては日本経済は FRB の金融政策（≒米金利）に影響される側面が大きかったが、今後の日本は円安を常態として受け入れた上で、米金利に反応しやすい米国株式の動向によって消費・投資意欲も左右されるという未来が待っているのだろうか。現状を踏まえる限り、否定できない未来である。

日本人の消費は米国株に依存する時代に？

仮にそうした体質の経済に変わった場合、FRB の金融政策は今以上に日本国民の関心事となる。例えば FRB の利上げ局面では米金利上昇を受けた米国株下落や日米金利差拡大を受けた円安・ドル高が典型的には想定されやすくなる（※あくまで典型的には、だ。現実のシナリオはもっと細分化できるが、敢えて単純化している。後述する利下げ局面も同様）。この場合、日本の家計部門は「米国株下落に伴

う逆資産効果」と「円安によるコストプッシュインフレ」というダブルパンチを被る可能性がある。

逆に、FRB の利下げ局面では米金利低下を受けた米国株上昇や日米金利差縮小を受けた円高・ドル安が典型的には期待されやすくなる。この場合、日本の家計部門にとっては「米国株上昇に伴う資産効果」と「円高によるコストプッシュインフレの後退」が想定される。こちらは日本にとって前向きな展開と言える。とはいえ、このケース（FRB の利下げ局面）には注意も必要だ。貿易赤字国になった日本では「FRB の利下げが円高を招く」と言っても、その動きは限定的なものにとどまる可能性がある。

そうなると、FRB の利下げ局面では「米国株上昇に伴う資産効果」を享受する一方、「円安によるコストプッシュインフレ」はある程度残り、資産効果が減殺されるかもしれない。米株保有比率はまだ低い、ちょうど今の日本が直面している状況がこれに近いように思える。

もちろん、これらはただの頭の体操であり、現実をかなり単純化している。だが、日本の家計金融資産が非常に多くの米国株を抱えるようになった場合、何が起きるのかということについては少しずつ分析を進める価値はある。FRB の政策運営にかかわらず、株式には上昇局面もあれば、下落局面もある。現在、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、米国株上昇への寄与度は良く分かっていない。だとすれば、FRB の金融政策運営はどうあれ、日本の家計部門が米国株式の購入に傾斜したことで発生した円安は残るとしても、日本の家計部門の行動とは無関係に米国株が下落する状況は十分起こり得る。そうした場合もやはり「円安によるコストプッシュインフレ」と「米国株下落に伴う逆資産効果」が併存することで日本経済は足枷を嵌められたような状況に直面する。

元々そうだったという声もありそうだが、日本の実体経済は今まで以上に米国経済とこれに割り当てられる FRB の金融政策に依存してくる可能性がある。

「得も言われぬ不安」と新しい分析テーマ

資産運用立国の歩みはまだ始まったばかりであり、関連統計もまだ十分出揃ってはいない。よって、上述の議論は悲観的な方向へ振れ過ぎている可能性も多分にある。しかし、非課税枠を設定して購入される資産が国内ではなく海外中心という状況が続くことに関し、「得も言われぬ不安」を抱くのは筆者だけではないはずだ。資産運用立国の着地点については今後明らかになってくる関連統計を踏まえながら、調査・分析を重ねて行こうと思っている。歴史的に日本の家計部門の金融資産構成は円の現預金が主体だった。よって、その消費・投資行動が内外金融市場の変動に影響される可能性などは考える必要が無かった。しかし、今後、国内外のリスク資産（典型的には米国株式など）を多く保有するようになれば、FRB を筆頭とする海外中央銀行の動きやこれに付随する資産価格の変動を受けて、日本の家計部門の消費・投資行動に影響が出る展開は避けられない。日本人の消費行動と内外金融市場が連動する時代に入つたとすれば、エコノミストとしては興味深い分析テーマではある

《米金融政策の現状と展望～「でこぼこ道」or「再燃の入口」～》

「でこぼこ道」or「再燃の入口」

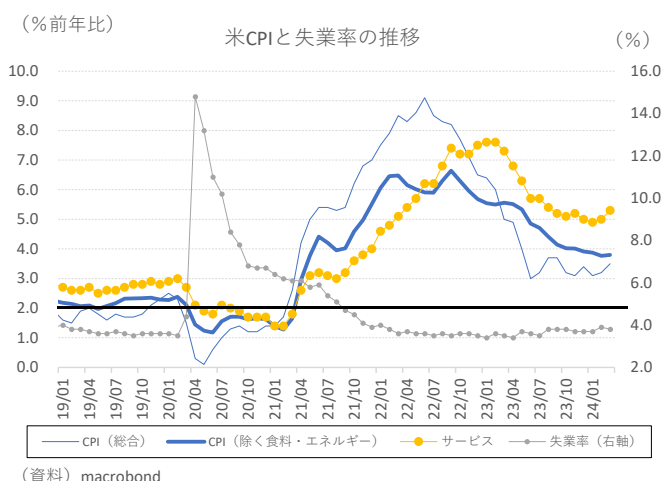
4 月は米国の強いインフレ指標が再三注目された。4 月 10 日には米 3 月 CPI が 2 月の前年比+3.2%から同+3.5%へ予想以上に加速したことが材料視され、ドル/円相場が新高値を更新する地合いになった。その後、同 25 日には 1～3 月期の個人消費支出（PCE）デフレーターが前年同期比+ 3.4%上昇し、2023 年 10～12 月期（+1.8%）から加速したことが注目を集めた（コア PCE デフレーターも+3.7%へ加速）。

これらの動きが一過性の振れなのかどうかは今後の争点になる。元よりパウエル FRB 議長はインフレ収束への道のりについて「a bumpy path (でこぼこ道)」と表現してきた経緯がある。上振れたと言ってもまだ足許だけの話であり、現状では「でこぼこ道」の範疇だと抗弁する余地はある。だが、今回の CPI 押し上げにはガソリン価格と電気代が効いており、原油高の影響が可視化され始めた部分もある。原油高が一過性ではないとすれば、CPI の強含みも一過性ではない。これを「でこぼこ道」の一環ではなく「インフレ再燃の入口」と見なす論調が今後勢いを得る可能性に構えたい。

少なくとも自動車保険は「でこぼこ道」の一環

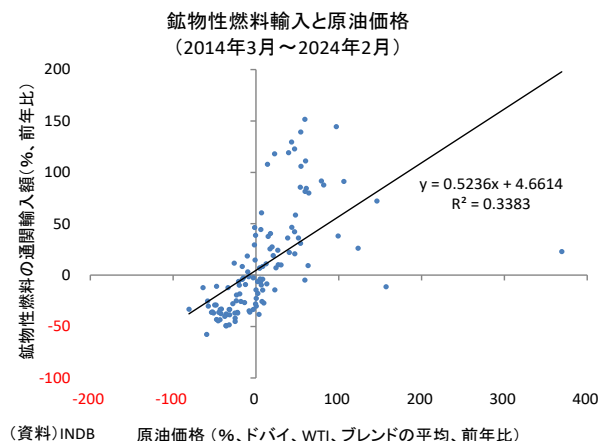
今のところ、「インフレ再燃の入口」である可能性を完全否定する材料はない。だが、3 月 CPI の動きに限って言えば、「でこぼこ道」の一環と思わせる要素はある。例えば、食料・エネルギー除くコアベースでは今月、同+3.8%と横ばいだったが、その中身を見るとサービス価格が前月の同+5.0%から同+5.3%へ加速したことが目に付いた（図）。サービス価格の加速幅（+0.3%ポイント）は 2022 年 12 月以来、15 か月ぶりの大きさである。これをけん引した項目として家賃（同+5.7%）・医療サービス（同+2.1%）・輸送サービス（同+10.7%）

が挙げられ、寄与度としては家賃が大きいのはいつも通りである（帰属家賃の寄与度は 1.5%ポイント）。しかし、前月比の伸びで見ると、とりわけ輸送サービスの強さが際立つ。これは自動車保険（同+22.2%）の強さを反映した動きだ。寄与度でも自動車保険は 0.564%ポイントと帰属家賃に次ぐ大きさを記録している。しかし、自動車保険の上昇が持続性を持つのか。そうではないだろう。車両価格の変動や自然災害の発生等を踏まえた上で、ラグを持ちながら自動車保険料は上がるはずである（保険料とはそういうもの）。パンデミックの最中で自動車生産が停滞し、代替需要で中古車価格が上昇したことの影響などが今になって顕現化し始めていると理解するのがフェアだろう。こうした状況进行评估するならば、現時点で、パウエル議長が今回の CPI を「でこぼこ道」の一環と評価する可能性はまだ高い。



原油高と輸入金額の関係性について

ドル/円相場への影響に関して言えば、原油価格上昇がインフレを押し上げ、FRB の利下げを遅延させるという金利の観点からは元より、日本の輸入金額を押し上げ、貿易収支赤字を拡大させるという需給の観点から円安圧力が強まる展開を警戒したい。4月中旬以降、原油価格は1バレル＝約80～85ドルで推移しており、昨年4月（約78ドル）と比べると約+10%ほど高い。これは確実に円の需給環境を悪化させるはずである。例えば過去10年の関係に



に基づき 1%の原油高は鉱物性燃料を約+5%程度押し上げると仮定してみよう（前頁図）。日本の輸入金額の約 4 分の 1 が鉱物性燃料であるため、1%の原油高で輸入金額は約+1.3%、10%ならば約+13%増加することになる。1 年前（2023 年 4 月）の輸入金額は約 8.7 兆円、この約 13%は約+1.1 兆円だ。1 兆円の上振れが 1 年続けば 10 兆円以上の輸入金額上振れになる。こうした議論はかなりラフなイメージだが、円安にもかかわらず輸出数量を顕著に伸ばせない日本にとって、原油価格上昇は著しい収支悪化を促す。過去最大となった 2022 年の貿易収支赤字を思い返せば多くの説明を要しない。

2022 年の再来か？

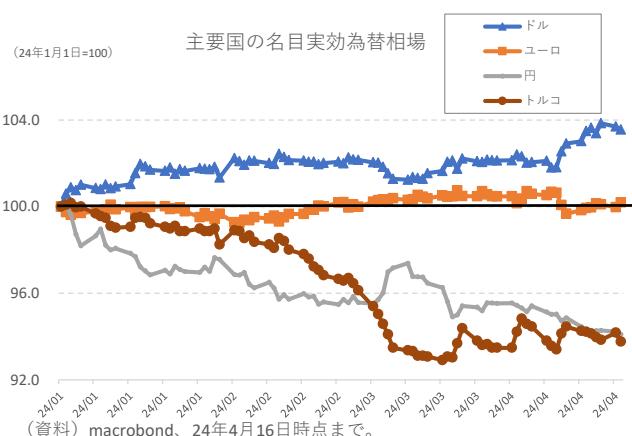
筆者は 2024 年のドル/円相場見通しに関し、金利・需給の 2 大要因のうち、前者に関してはようやく円安圧力が収束する年になると考えてきた（それでも需給要因で円高は限定的というのが本当の骨子であるが）。この点は昨年来の本欄で主張した通りである。昨年 12 月や今年 1 月の FOMC を額面通り受け止めるならば、米金利に関してはそのように想定するのが定石であり、そのこと自体に大きな過ちがあったとは今でも思っていないし、まだメインシナリオを変えるのは尚早と感じている。

しかし、原油価格がこのまま騰勢を強めるのだとすれば、話は変わってくるし、少なくとも 4 月に確認された米国のインフレ指標はメインシナリオの揺らぎを考えさせるものだった。原油価格主導で再び金利・需給両面から円安圧力に見舞われる 2022 年のような展開を想定すべきかどうか。現在はその瀬戸際に立たされている。年初段階では、原油価格の加速を念頭に置いた上での「貿易収支赤字の再拡大」や「FRB が利下げできない状況」といった類の論点はアップサイドリスクとして想定しているものではあった。当面はこのアップサイドリスクがメインシナリオにどれだけ寄ってくるのかを検討しながら、相場をウォッチすることになる。中東情勢の緊迫化やこれに伴う原油価格の高止まり、結果としてのインフレ圧力増大というシナリオに突入していくのだとするとドル/円相場の高値はまだ先がある。この点は次項のリスク点検で詳しく議論しておきたい。

《メインシナリオへのリスク点検～最悪の円安リスクはどこに～》

次のリスクは財政ファイナンスのテーマ化

4 月以降の日本が経験しているのは「通貨防衛としての利上げはあるか」という 10 余年前では想像すらしなかった苦境である。これはつい最近までは極端な円安リスクとして警戒されていたものだ。半ばこれが実現してしまっているとすると、次に警戒を要すべき展開は財政ファイナンスのテーマ化だろうか。現状の円安は長引く低金利や国際収支構造の変容といった理由が持ち出されており、世界最悪の政府債務はまだ主なテーマにはなっていないように見受けられる。しかし、仮にそこに投機筋のテーマが移れば、さらに極端な円売りが予想される。国際収支構造はともかく、そもそも長引く低金利の理由が政府債務の利払い負担軽減ではないかという声は既に散見され始めている。別の機会に議論するが、事実、過去 3 年で政府の純債務は漸減傾向にある。円安とインフレを放置する



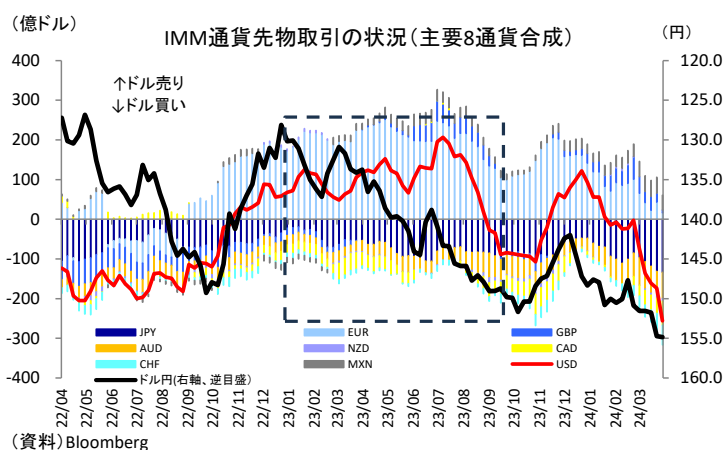
ことで財政再建が進むというシナリオは、政府が意図しているかどうかは別にして、既に動き始めている可能性もある。もはや年初来ではトルコリラよりも下落幅が大きくなってしまった今、「財政ファイナンスを懸念した円売り」に関しては可能性が低いとしても念頭には置きたい展開ではある。

FRBの利上げ路線復帰も大きなリスクに

また、海外に目を向けても大きな円安リスクがある。本稿執筆時点で中東情勢がどう転ぶのかは全く判断がつかない。最悪の場合、米国、イスラエル、イランの三者を巻き込んだ紛争へと発展する可能性も否めない状況にある。詳しくは中東政治の専門家に委ねたいと思うが、中東リスクの高まりが原油価格の高止まりの常態化を招くとした場合、市場参加者は何を考える必要があるのか。現状、懸念されるシナリオは「①原油価格急騰→②米国の利下げ遅延→③米株の大崩れ」であり、円相場では日米金利差拡大並びに貿易収支赤字拡大の2つの観点から想定外の円安リスクが高まる状況と読める。本当に最悪のシナリオは②が利下げ遅延にとどまらず利上げの再開にまで至る展開だろう。可能性が大きいとは言えないが、ドル/円相場の160円台定着を視野に入れるならばそこまでの想定は必要になる。なお、原油価格上昇が米国民の生活不安を招き、バイデン大統領の再選が危うくなる展開は元より同氏の劣勢が伝えられる中、大きな材料とは思えない。市場のメインシナリオはトランプ再選である。

現状は「ドル高の裏返し」の側面もある

現状の円安に関しては、八方塞がりでは止めようがないような印象も抱かれる。しかし、少なくとも年初来の動きに限って言えばドル高相場の側面も大きく、売られているのは円だけではない。言い換えれば、円安は「日本売りの結果」というわけではなく（もちろんそれもあるだろうが）、「ドル高の裏返し」という部分も相応に含んでいる。IMM 通貨先物取引における主要8通貨の合成ポジション（対ドル）を見ると、ドル買い持ち高は過去2年間の最高水準に



接近している（図）。為替市場全体でドルが買われる中、円は数多く売られている通貨の1つという位置づけにある。これに対し、例えば2023年を振り返れば、合成ポジションで見てドル売りが積み上がる局面でも円安はしっかり進んでいた（図中点線四角部分）。当時は「ドル高の裏返し」ではなく「日本売りの結果」を多分に含んでいたからではないかと思われる。こうしたポジション状況を踏まえると、2023年とは異なり、ドル高が修正されるタイミングではある程度、円安の修正も期待できる。

もっとも、肝心の「ドル高が修正されるタイミング」の代表格がFRBの利下げであるため、円安を取り巻く情勢が実質的には八方塞がりの様相を強めているのは事実だ。こうして考えていくと、今後円安抑止を検討するにあたって、例えば日本の企業部門が海外に留保する利益などは政策的に還流の余地を探る展開にはなり得るし、今年6月公表の「骨太の方針」で盛り込まれる可能性もある。人件費の上昇が日本経済の新しい潮流として到来しつつあることを思えば、企業部門の国内における資金ニーズはこれまでよりも大きいようにも思える。この点は別の機会に改めて論じたい

◆ ユーロ相場の見通し～国際協調の鍵を握るユーロ相場～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～6 月利下げは既定路線に～》

利下げ条件の明記、6 月への確信？

4 月の ECB 政策理事会は 5 会合連続で現状維持を決定した。引き続き主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 4.5%、預金ファシリティ金利を 4.0%で据え置かれる。今年 1 月会合から宣言されてきた通り、ECB は物価・賃金指標が十分把握できるようになる 5 月末までは基本的に動かないことをフォワードガイダンスのように織り込ませてきた。よって 3 月に続き 4 月の政策理事会が無風であったことについては予定通りであり、金融市場の反応が無風であったことも想定通りである。強いて言えば今回は声明文において挿入された以下の文章が、会合全体のハト派イメージを強めている：

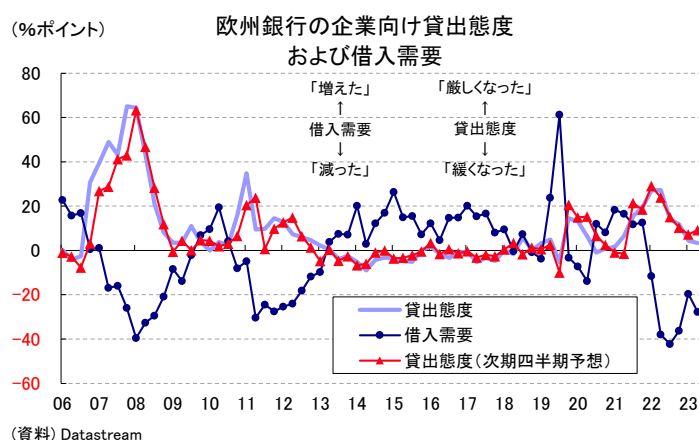
- **If the Governing Council's updated assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission were to further increase its confidence that inflation is converging to the target in a sustained manner, it would be appropriate to reduce the current level of monetary policy restriction.**

昨年来、ECB は政策金利の修正について①インフレ見通し、②インフレ基調、③金融政策の波及経路の頑健性といった 3 点を判断材料とすると述べてきた。上記の文章はそれを再確認する内容だが、利下げ条件として声明文でこれを発信したことは一歩前進と考えられる。ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) はコアベースも含めて順調に鈍化しているため①や②について 6 月スタッフ見通しで確認すること自体、さほど不透明感は強くない。ちなみに総裁会見でラガルド ECB 総裁は 2～3 人のメンバー (a few members) は 4 月までに入手されたデータをもって利下げへの十分な確信を感じていたことを明らかにしている。それでも確実を期して 6 月のデータを待つという大多数の意見に同意したわけだが、そうした内幕をわざわざ口にするあたりに 6 月利下げへの自信が見出せるように思えた。

金融政策の波及経路も問題なし

では③の金融政策の波及経路について

はどうか。これも進展が確認できている。政策決定の前にはユーロ圏貸出態度調査が公表されており、利上げ効果の浸透度合いとして参考にされてきた借入需要に関し、前期までは 4 四半期連続でマイナス幅の縮小（すなわち借入需要の回復）が見られつつあったが、ここにきて 3 四半期ぶりにマイナス幅が拡大（すなわち借入需要の後退）している。一方、貸出態度も前期までは 4 四半期連続でプラス幅の縮小（すなわち貸出態度の緩和）が見られつつあったが、今回は 3 四半期ぶりに再びプラス幅の拡大（すなわち貸出態度の厳格化）へ振れている。まとめると、累次の利上げによる引き締め効果とそこからの立ち直りが



確認されていたのが前期までの状況であったが、今期は再び利上げの効果などから与信環境の弱まりが確認される状況にある。この状況に際し、景気のハードランディングを回避すべく利下げでテコ入れを図ろうという判断は合理的である。いずれにせよ金融政策の波及経路は ECB の企図した通りに機能しており、③についても概ね問題なしという判断が想定される。

久しぶりにユーロ/ドル相場が崩れる目も？

繰り返しになるが3月に続き4月も現状維持という展開については予定調和であり、驚きはなかった。だが、「その分、6月には何かやる」という期待が蓄積しているのも事実であり、そのための地均しのような動きも今回は確認された。5月 HICP および域内妥結賃金の仕上がりが余程強いものでない限り、「ECB の利下げは既定路線」というのが市場予想の中心とならざるを得ない。片や、FRB については「もはや6月どころか年内の利下げも厳しい」という思惑が浮上しており、結局、遅く利上げを始めた ECB の方が早く利下げに至るという展開が予見される。ラガルド総裁も「ユーロ圏と米国ではインフレの性質が異なる」と述べ、財政政策への反応や消費や投資などにまつわる性質の違いなどを例に欧米のインフレ軌道が異なることについては認めている。

仮に ECB の利下げが先行するような展開となれば、欧米金利差の膠着を前提に方向感に乏しい展開が予想されていたユーロ/ドル相場は久しぶりに大きく崩れる可能性がある。足許ではそこまでの織り込みが進んでいるわけではないが、CPI に関して言えば、「加速する FRB、鈍化する ECB」というコントラストが鮮明になっており、欧米金融政策格差が今後テーマとして浮上するのかが注目したい点ではある。ちなみにサービス価格が依然として4%近傍のインフレ率にあることを取り上げ、「それでも6月に利下げするつもりなのか」と質している記者が現れている。これは現在の ECB ウォッチでは最も重要な論点の1つと考えられる。この点、ラガルド総裁は「全ての項目が2%に戻るまで待つつもりはない (we're not going to wait until everything goes back to 2%)」と明言しており、いくつかの項目において2%超えの状況が残ってしまうことについては不可避 (inevitable) だとも述べている。各種賃金トラッカーの動きなどから察するに域内の妥結賃金が前年比+4.5%程度の伸びに着地する未来は政策理事会も見えてはいるはずだが、それを踏まえても尚、ここまで総裁が述べているあたりに、6月利下げシナリオの確度の高さを見出すべきなのだろう。日米欧三極の金融政策運営を踏まえると、ドル>ユーロ>円の強弱関係が年後半に定着しそうである。

《ユーロ相場の現状と展望について～国際協調の鍵握るユーロ相場～》

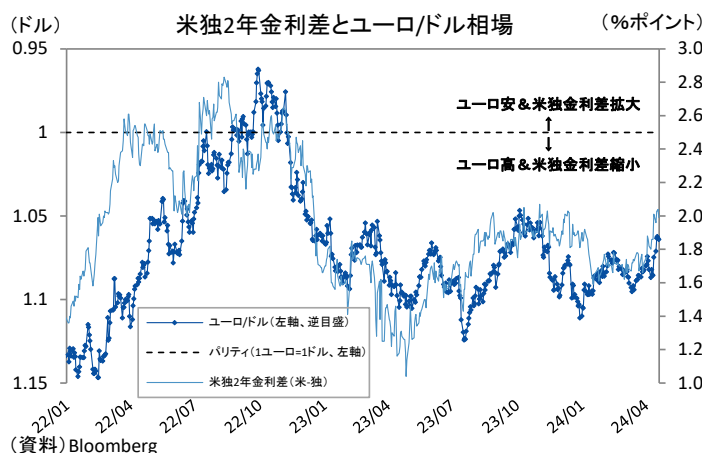
ECB 利下げ時に何が起きるのか

今月の本欄冒頭ではドル高を是正するための国際協調が交わされるにはまだ機は熟していないと論じた。では、どうなったら機は熟すのだろうか。やはり上述したようなユーロ相場の軟化がどこまでのレベルに達するかは重要なポイントだろう。ECB の政策運営とこれに伴うユーロ相場の行方が国際通貨協調の行方を決する可能性は低くない。今後、リスクシナリオとして「ドル高がさらに極まり、国際協調を通じてその調整を図る」という未来を想定した場合、それはユーロ圏を巻き込んだ動きにならざるを得ない。上述したように、順当に行けば、ECB はほぼ間違いなく今年6月、利下げ着手に踏み込むだろう。その際、ユーロの対ドル相場は下げ足を早めるだろうが、果たして ECB や加盟国中銀はこれを黙認するであろうか。まだ、雇用・賃金市場の逼迫度合いが強いユーロ圏は恐らく通貨安を望まないだろう。かね

て論じているように、ドル/円相場と同じかそれ以上にユーロ/ドル相場は欧米金利差にビビッドに反応する傾向が強い（図）。

仮に、ユーロ/ドルが 1.05 を割り込み、さらにその先のパリティ割れまで臨むような展開に至った場合、ECB の政策運営はユーロ安制御（ひいてはインフレ抑制）に気を遣う必要が出てくるだろう。域内がゼロ成長とマイナス成長を往來するような状況が続くユーロ圏にとって、「利下げをしたくてもできない状況」が持続することは愉快ではな

い。ドル高がユーロ圏の経済・金融情勢を追い込めば、ドル高に対する苦情は多数の加盟国から出てくる可能性がある。国際舞台で主張のワンボイス化を図りつつ、決を採る段階になると多数票で政治力を使おうとする EU/ユーロ圏の強みが発揮される場面である。今後、ドル高がユーロ圏をどれほど苦しめるかどうかは、間接的に円相場を筆頭とする為替市場全体に大きな影響を与える国際協調がどう転ぶかを検討する上で重要なトピックになると考えたい。



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。