

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2024 年 5 月 31 日

みずほ銀行
金融市場部・市場営業部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～今、考える円安抑止の処方箋リスト～

円相場の現状と展望～円安抑止の処方箋は無いのか？～	P.3
日銀金融政策の現状と展望について～定着する「為替との戦い」～	P.5
円相場の需給環境について～需給改善は認められるものの・・・～	P.8
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.10

◆ ユーロ相場の見通し～決め打ちし過ぎた 6 月利下げ～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～既定の 6 月利下げと白紙の 7 月以降～	P.13
ユーロ圏経済の現状と展望～景気底打ちという「不都合な真実」～	P.15
※補足:ユーロ圏にとってのリスクシナリオ～「もしトラ」で懸念する債務危機～	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

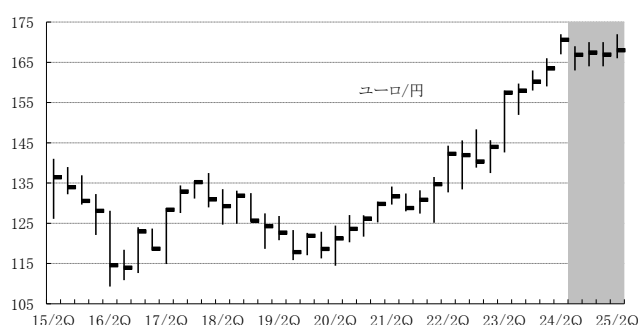
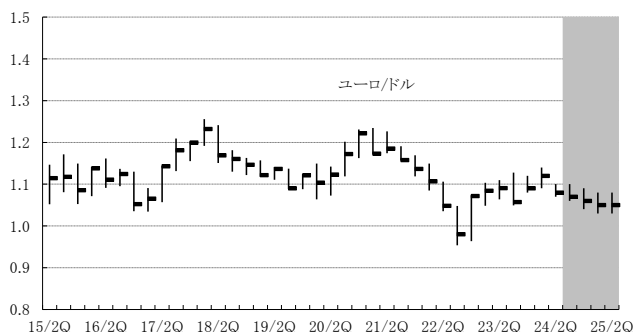
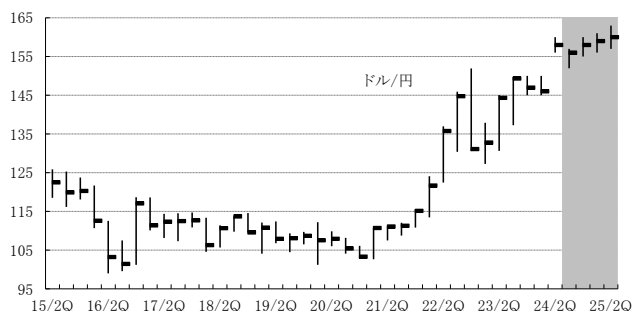
5月のドル/円相場は月初こそ円買い為替介入と思しき動きもあって急落する時間帯が見られたものの、その後じりじりと値を戻し、年初来高値圏での取引が続いた。円安抑止の処方箋について複数の論点が浮上しているものの、現段階で現実味を持って受け止められている材料は無く、基本的にFRBの利下げまで忍耐を要する局面が続いている。金融政策に目をやれば日銀の買いオペ減額や正副総裁からのタカ派的な情報発信などを受けて円金利は明確に上昇しているが、日米金利差の観点から円高・ドル安に戻すような動きは殆ど見られていない。日銀の利上げ、FRBの利下げが重なるような展開に至れば、値幅を伴う調整局面は期待できるが、残念ながら米国経済にまだ失速感はない。現状、日銀の「為替との戦い」が意識されるほど、それを煽るように円売りが進むという一番回避したかった展開に入っているようにも見受けられる。年初来の国際収支動向を踏まえる限り、円売りに傾斜した需給環境は徐々に改善に向かってはいるが、それでも円相場下落が止まらない背景には投機的な思惑も恐らく寄与していそう。では、投機筋は何を材料にしているのか。現状ではメインテーマになっていないものの、「利払い増加を懸念して利上げできない」といったような財政ファイナンスが争点化するリスクは増している印象がある。実際、インフレと共に政府の純債務が減少している中、想定外の円安リスクとして警戒を要する。

片や、5月のユーロ相場は堅調推移した。ECBの6月利下げが確実視されている状況だが、約半年前から織り込まれつつあった展開だけに新鮮味を持って受け止められるには至っていない。むしろ、4～5月に確認されたユーロ圏の経済指標は強いものが目立ち、最も注目された1～3月期妥結賃金統計も想定以上に強含んだ。6月利下げは既定路線としても7月は様子見、9月以降の利下げ可能性を探るという情勢になりつつある。5月に入ってからユーロ相場の堅調さはそうした域内経済の堅調を織り込んでおり、利下げを決め打ちしてきたECBにとっては若干想定外の事態になっているようにも思われる。現状確認できるECB高官の言動を踏まえる限り、3か月に1回程度のペースが現実的という状況で、欧米金利差は概ね横ばい、結果としてユーロ/ドル相場も方向感に乏しい展開が想定される。予測期間中のリスクとしてはトランプ氏の再選に合わせて欧州各国が防衛費増強を強いられる展開。特にイタリアなどはただでさえ財政状態が逼迫している状況にあり、名目GDP比2%というNATO目標の達成を強いられた場合、格下げを絡めた混乱が起きる可能性も懸念される。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～5月(実績)	2024年 6月	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 (156.74)	156 ～ 160 (158)	152 ～ 157 (156)	155 ～ 160 (158)	156 ～ 161 (159)	157 ～ 163 (160)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1046 (1.0832)	1.07 ～ 1.10 (1.08)	1.06 ～ 1.10 (1.07)	1.04 ～ 1.09 (1.06)	1.03 ～ 1.08 (1.05)	1.03 ～ 1.08 (1.05)
ユーロ/円	155.10 ～ 171.60 (169.77)	167 ～ 172 (171)	163 ～ 169 (167)	164 ～ 170 (167)	164 ～ 170 (167)	166 ～ 172 (168)

(注) 1. 実績の欄は5月31日までで、カッコ内5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。



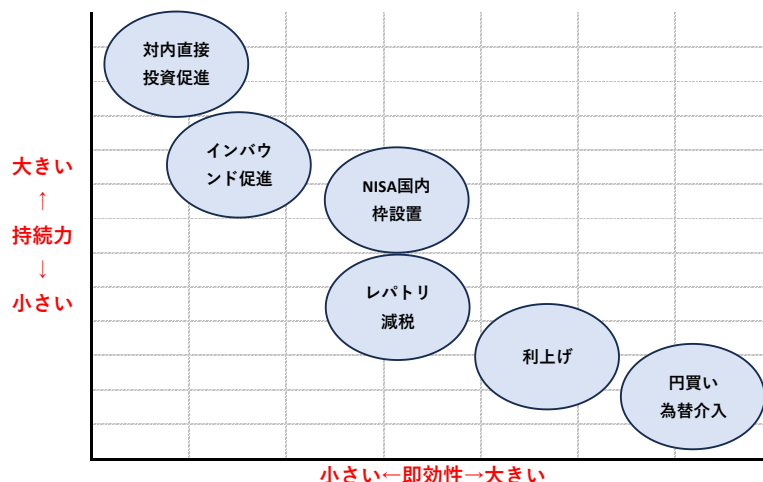
◆ ドル/円相場の見通し～今、考える円安抑止の処方箋リスト～

《円相場の現状と展望～円安抑止の処方箋は無いのか？～》

円安抑止の処方箋まとめ

5月中のみずほマーケット・トピックでは複数回に分けて円安抑止の処方箋を争点として様々な議論を行った。処方箋全てを全て取り上げる紙幅はないため、総括的な議論だけ示しておきたいと思う。円安抑止の処方箋として考えられる論点を並べると①円買い為替介入、②日銀の利上げ、③レパトリ減税、④NISA 国内投資枠の新設、⑤インバウンドの促進、⑥対内直接投資の促進などがある。これらの処方箋を効き目が出るまでの時間軸である「即効性」と、効き目が続く時間軸である「持続性」から評価した場合、図のようなイメージになると筆者は考えている。

円安抑制の処方箋に関するイメージ



(資料) 筆者作成

総じて即効性と持続性はトレードオフの関係にあると思った方が良い。例えば、金融市場で催促が強まりやすい通貨政策としての①円買い為替介入や金融政策としての②利上げは確かに即効性が大きく、瞬間的に円買いを招くが、その後の値動きまで規定することは難しい。資本移動が自由化された変動為替相場で円が取引されている以上、裁量的な通貨・金融政策だけで事態を変えることは本質的に無理だ。

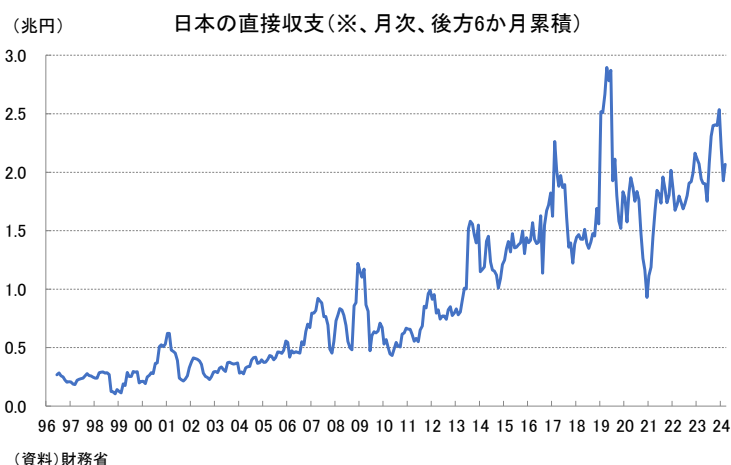
これら以外では③レパトリ減税や④NISA 国内投資枠設置は通貨・金融政策よりも持続性を有するが、やはり時間稼ぎの域を出るものではない。とはいえ、持続性に関し「NISA 国内枠設置>レパトリ減税」としているのは、潜在的に海外投資に向かうであろう家計部門のフローを幾分か国内に誘引できるという点を評価しているためだ。家計部門の投資原資に限界がある以上、国内投資と海外投資はある程度代替関係と考えた方が良い。だとすれば、NISA 国内枠設置は「持続的な円売り抑止効果」を確実に秘めている政策ではないかと筆者は考える（もちろん、実施に際し、規模や時間軸など詰めるべき論点はある）。

王道は対内直接投資

残るのが⑤インバウンドの促進と⑥対内直接投資の促進である。⑤は促進を通り越して「制限すべき」という論調まで出てきており、意図せずとも人手不足による供給制約に直面する未来が可視化されつつある。議論すべきアップサイドはさほど大きくないというのが筆者の印象だ。

現状の円安相場を受けて、各所で研究会や勉強会が開催され、筆者も多数参加させて頂いているが、最終的に行き着く結論は⑥対内直接投資の促進であることが多い。対内直接投資残高が積み上がり、日本にも（外資系企業の）輸出拠点が増え、円安による輸出数量の浮揚が確認されるようになった場合、貿易収支改善にも至ることになる。言うまでもなく、それは目下問題視される「構造的な円安圧力」を退ける

話になる。今の日本が最も望む路線だろう。しかし、仮にこの路線が正しかったとしても、そうなるまでに恐らく 10 年以上の月日はかかるはずだ。日本から海外への対外直接投資ブームが始まったのがまさに約 10 年前であり（図）、その結果が円安になっても輸出が増えず、収支も改善しない現状に繋がっている。これを修正するのも同じくらいの月日がかかると考えておくのは自然だろう。一国の為替需給構造を根本的に変容させるには年



単位の時間が必要であり、現在の円安が日本に与えられた「新しい所与の条件」だと理解すれば、これ活かして新しい成長の形を探っていくしかない。「通貨安を基軸として財の輸出に外貨獲得の望みを繋ぐ」という選択について「発展途上国の成長モデルに近い」という嘆きも聞こえるが、実質実効為替相場 (REER) が半世紀ぶりの安値から脱却できない状況が続く以上、通貨安由来のコストメリットを活かして財やサービスを海外へ売り込む努力に力を入れるのは王道である。

途上国モデルだが途上国より厳しい

対内直接投資を促進するという議論を深めようとした場合、必ず問題になるのがエネルギーと人の問題だ。前者は原発再稼働を視野に入れた電源構成の問題、後者は人手不足の問題である。電力と労働力の供給が不安定な国をわざわざ選ぶ外資系企業は多くない。熊本県菊陽町が TSMC の投資先として選ばれた背景にはこの両者がクリアされているという特殊な事情もあった。

特に、後者については不安が大きい。というのも、上で「発展途上国の成長モデルに近い」と述べたが、多くの発展途上国は人口増加の追い風を受けていることが多い。ということは、人口減少の最中にある日本は発展途上国よりも厳しい制約を負いながら彼らの成長モデルを強いられているという解釈もできる。対内直接投資の促進にあたっては直感的に「工場で働く労働力を確保できるのか」という問題が浮上するが、外資系企業は日本にコストメリットを感じて入ってくるのだとするとその賃金水準は高い。よって投資する企業の人材獲得は進む可能性が高い。より現実的に予想されるのは「工場に取られて他分野の人手不足が極まる」というクラウドイングアウトである。例えば、対内直接投資が盛んな地域が増えてきた場合、既に人手不足が問題になっている宿泊・飲食サービスや建設といった分野ではより深刻な問題になる可能性がある。介護分野なども同様だろう。

こうして円安抑止の処方箋の王道として対内直接投資の促進を選んだ場合、合わせて本格的な移民受け入れについて日本社会が議論しなければならない未来は視野に入る。円安になればなるほど、移民の行先として日本を選ぶインセンティブも小さくなってくるため、いつまでも決断を先延ばしできる問題でもない。過去にも論じた通りだが、欧州の現実を見る限り、移民受け入れには相当の覚悟と議論を重ねる必要がある。その結果が「否」である可能性も十分考えられる。しかし、通貨安を契機として日本が直面する苦境を冷静に考えた上で、政治が国民に問いかける時期に差し掛かっているのは確かであろう。

歴史的に「途上国⇒先進国⇒途上国（人口は減少）」というプロセスを経た例がないため、これからの

日本が対内直接投資の促進だけでどれほど逆風を跳ね返せるのか定かではないが、通貨安を活かす王道として政府・与党がこれを提示することに大きな違和感はない。しかし、合わせて議論されるべき大きな争点として原発再稼働と移民受け入れという極めて巨大な政策課題が付いて回るという事実も、いずれ大きな関心を引くはずである。

《日銀金融政策の現状と展望について～定着する「為替との戦い」～》

利上げ、介入そして量的引き締め

5月14日は日銀による定例の国債買い入れオペ（残存期間「5年超10年以下」）に関し、買い入れ予定額が前回4月24日の4750億円から4250億円へ▲500億円減額されたことが話題となった。3月に長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を解除して以降で初の買い入れ減額である。その後も、日銀正副総裁からのタカ派的な情報発信もあり、新発10年物国債の利回りは一時1.10%台と、2023年11月以来およそ6か月ぶりの高水準まで高まり、一時、円高・ドル安が進む場面も見られた。円高の動きは持続力に欠けるものではあったが、利上げや円買い為替介入（と思しき動き）に続いて「量」についても引き締め過程に入ったという意味では注目される。もちろん、4月以降の「5年超10年以下」の買い入れ予定額は「4000億～5500億円」という幅で示されていたゆえ、日銀としては「影響が無いと判断したから減額した」という主張になろうが、円安抑制を企図した判断と解釈するのが妥当だろう。

おりしも、5月7日には岸田首相が海外歴訪から戻って早々に植田日銀総裁との意見交換が持たれ、「最近の円安を政策運営上、十分注視していく」、「円安は経済物価に潜在的影響を与えうる」といった総裁発言が注目を集めたばかりである。明らかに4月会合の総裁会見が円安容認と批判されたことからの姿勢転換と読めるものであった。その思惑が燦々している中での買い入れ減額であり、日銀の金融政策運営において円安に対する問題意識が高まっている状況が透ける。

通貨政策化は日銀の歴史

通貨安が一般物価に影響を与えるのは間違いなく、今の日本経済がその渦中にあることも疑いようがない。この点を指摘すると「企業は増収増益傾向にある」と持ち出す向きがあるが、誤解を恐れずに言えば、企業の好業績と家計の景況感悪化は併存するので実質所得環境の悪化に喘ぐ家計部門にとっては何の慰めにもならない。今の日本において円安は優勝劣敗を徹底する相場現象であり、格差拡大の起点となり得る厄介な代物である。もちろん、それでも「円安は日本経済全体にとってプラス」という黒田元日銀総裁が連呼した事実はGDPの押し上げという1点に関しては認められる局面もあり得るが、基本的に円安を善悪二元論で語ることは適切ではない。最終的には分配の問題に帰着する議論であり、拙著『強い円』はどこへ行ったのか」でもこの点は主張してきた。これ以上の議論は別の機会に譲るが、円安が家計部門を中心とする大多数の日本国民に忌避されている以上、円安は政治的に許容されず、また、日銀もこれと歩調を合わせることが求められる政策環境にあることは知っておきたい。

歴史的に日銀が金融緩和に踏み込んできたのは円高・株安が進んでいる局面であり、それは米国が利下げ局面にあることが多かった。こうした状況はあたかも日銀の金融政策が米金利（FRBの金融政策）を念頭に置いた通貨政策と化しているような状況であった。現在に目を移せば、円高防止ではなく円安防止を念頭に置いて通貨政策化が進むような構図にある。わずか10年余りで通貨政策化の方向が180度変わったことは驚きだが、今も昔も日本経済の最大の関心事として為替動向が鎮座している事実は共通す

る。2008 年かから 2012 年にかけて白川体制の日銀は「為替との戦い」と苦心惨憺したが、2013 年以降は同様の場面を経験することなく時が経過してきた。

為替への異常な執着、再び始まる「為替との戦い」

しかし、ここにきて日銀の「為替との戦い」は再び注目されつつある。現状、日銀の政策運営において為替が最大の説明変数になっていることは確かだろう。過去に行天豊雄・元財務官が日本経済新聞の経済教室¹で「先進国の中で日本ほど自国通貨の為替相場に一喜一憂する国はない。率直に言って異常である」と執筆していたことを筆者は鮮明に覚えているが、その状況は今も全く変わっていないし、変わる兆候も全くない。現在の日本では政治・経済・社会が円相場の一挙一動に注目しており、ここに対する政策資源の投入に関しては容易に正当化されやすい雰囲気が強まっている。金利上昇に耐性の無い日本でも利上げ已む無しの空気は強まっている。

そもそも「金利は低くしたいが、円が安いのは困る」という状況は国際金融のトリレンマに照らしてまかり通るものではない

(図)。「金利上昇を受け入れるか、円安を受け入れるか」という二者択一を迫られつつ、何とか誤魔化しながら円安を受け入れてきたのが過去 2 年間の日本だった。表で言え

国際金融のトリレンマ

	政策目的	採用国の例			
		米国	日本	ユーロ圏、香港など	中国など
①	独立した金融政策	○	△～○	×	△～○(※)
②	自由な資本移動	○	○	○	×
③	安定した為替相場	×	△～○	○	△～○

(資料)筆者作成 ※但し、中国は國務院の指導の下での政策運営となる。

ば、①と③にまつわる相互矛盾を何とか維持してきたわけだが、2024 年に入り、いよいよ円安の受け入れが難しくなったところで「金利上昇も多少は受け入れる」という姿勢を明示し始めた状況と言える。とはいえ、米国の利下げが想定以上に進まず、需給環境についても際立った円買い超過が確保されていない中、利上げについて「多少は受け入れる」程度の姿勢でどれほど円安を押し返すことができるのか。これまで繰り返し論じてきたように、需給構造の変容も踏まえれば、円安反転のために必要とされる利上げが「多少」で済むかどうかは不透明である。

浮上する 6 月再利上げ

なお、5 月 7 日の岸田首相との会談後、植田総裁は「今後基調的物価情勢にどうという影響があるかみていく」と述べていた。その事実と今回の買いオペ減額決定を合わせ見れば、必然的に 6 月 14 日会合での再利上げ期待はどうしても高まる。仮に 6 月の追加利上げが無かったとしても円安容認と受け止められた 4 月と同じ轍は踏まないように植田総裁は円安けん制を意図したタカ派色の強い会見を心がけるだろう。とはいえ、「会見はタカ派、運営はハト派」は通らない。6 月を現状維持で乗り切っても 7 月の展望レポート会合ではまた投機の円売りが引き締めを催促するだろう。後述する内田副総裁の講演を見ても明らかだが、今後、+25～50bps 程度の利上げは、その時期はともかく、想定される展開ではある。

財政ファイナンスのテーマ化が最悪のシナリオ

白川時代に経験したような「為替との戦い」が 10 年以上ぶりに始まっているのだとすれば、今後は漸次的に利上げが重ねられるのは自然である。その後、ある程度の利上げ幅が溜まってくれば、今度は政府

¹ 日本経済新聞「円相場と日本経済（上）脱『為替』経済へ構造転換を」行天豊雄 2014 年 10 月 29 日

債務の利払い増加にまつわる様々な試算が跋扈するだろう。その時、財政ファイナンスがテーマ視されることが、為替に限らず、債券や株も含めた円建て資産全般に懸念されるリスクシナリオである。

最近、円安になるほど株が売られるという動きがみられているのは、「①円安→②利上げ→③株安」という連想が働いているからだ。財政ファイナンスがテーマ視される状況では②の予想が極端に引き上げられ、円金利の急騰と政府債務の利払い不安が相互連関的に起きやすくなる。そのような状況では日本株も円も売られるだろう（要するにトリプル安が続く）。もちろん、リスクシナリオの範疇にある展開だが、その可能性が徐々に高まっている印象はある。事実として 2020 年以降、日本政府の純債務は減り始めており、これは日本経済がインフレ税を受け入れるような状況に直面しているというストーリーも囁かれるようになっている。このような機運が強まれば、やはり投機的な円売りは後押しされてしまうだろう。インフレ税にまつわる議論は後述のリスクシナリオで詳述したい。

結局、労働市場次第なのか

当面の政策運営に関しては、5 月 27 日に行われた金融研究所主催の国際コンファランスにおける内田副総裁の基調講演が参考になる。率直に今後の利上げ軌道を約束するかのような強い語気が目立つ講演だった。内田副総裁は「現在の物価を巡る動向の変化が、不可逆的なデフレからの構造変化を意味するのか、あるいは、単に世界的なインフレによってもたらされた一時的な現象にすぎないのか」という自問自答から講演を切り出している。これに対する回答として講演途中で以下のように述べられている：

- 今日の基調講演の冒頭で、私自身が提起した問い、すなわち、わが国で現在みられている傾向は不可逆的なものなのか、にお答えしたいと思います。すでに述べたとおり、これまでの状況を変えるためには、2 つのことが必要です。デフレのそもそもの原因を解消することと、デフレ的なノルムを克服すること、です。1 点目については、自信を持って「イエス」と答えられます。労働市場の環境が構造的かつ不可逆的に変わったためです

その後、2 点目のデフレ的なノルム（≡社会的な習慣や規範意識）の克服については「答えはそこまで明白ではない」と続けているが、デフレのそもそもの原因は解消されたと明言している。この理由として「労働市場の環境が構造的かつ不可逆的に変わったためです。この先、女性やシニア層から多くの追加的な労働投入を期待することには無理があります」と持ち出しており、労働供給が過少になりつつあることを言及している。2 点目のノルム克服についても「その鍵は、やはり労働市場です」と述べ、人手不足を推進力として「解消に向かっています」と強調されている。今後は労働コストの変化に応じ企業の価格設定行動も変化してくるというのが内田副総裁の主張であった。

実はこれらの部分に限らず、基調講演を通じて、節々に「鍵は労働市場であった」という主張が出てくる。デフレの原因解消の決定打となったのが労働市場の不可逆的な構造変化で、デフレをもたらしてきたノルム解消の鍵も労働市場だ、と。それではそもそも過去 25 年間行われてきた金融緩和政策は何だったのかという若干の虚しさを覚えたのは筆者だけだろうか。「デフレのそもそもの原因が解消されているかどうか」の具体的回答が「労働供給が減り、人手不足なので自信を持ってイエス」であるとすると、あれほど債券市場に無理を強いた金融政策運営は必要だったのだろうか。

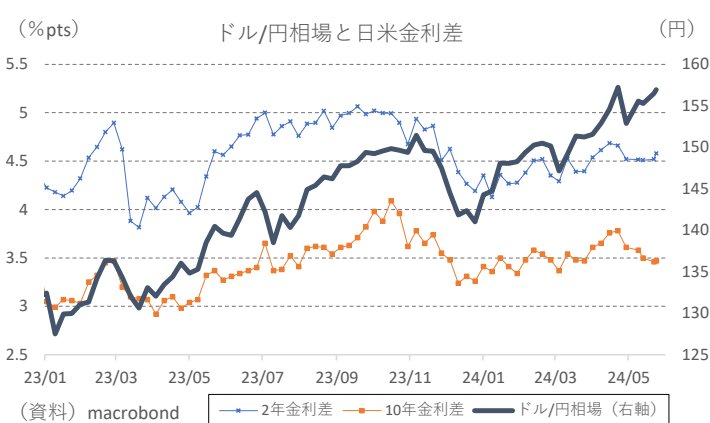
「This time is different」は利上げ予告

過去の金融政策の総括という込み入った議論は今回脇に置くが、基調講演の締めの部分を見る限り、今後の政策運営の方向性は概ね決め打ちされているようにも感じられた。上述の引用箇所だけでも十分タカ派的な印象は抱かれたが、下記も踏まえて評価したい：

- <前略>日本銀行は、今年3月に、これらの一連の非伝統的な政策手段がその役割を果たしたと判断して、短期政策金利の操作を通じて2%の物価安定の目標を目指す伝統的な金融政策の枠組みに戻りました。このことは、ゼロ金利制約を克服したことを意味します<中略>デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野に入りました

「デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野」とまで述べている以上、+25bp から+50bp 程度の利上げは十分予想されるところである。しかも、講演の最後には「最後に、この言葉で締め括りたいと思います。『今回こそはこれまでと違う（This time is different）』と金融市場において楽観主義が崩壊する直前と揶揄される有名なフレーズを持ち出している。このフレーズを取って使うということは相当の自信を持って「次の一手」を用意していると考えて良いだろう。

もっとも、こうした日銀からの情報発信を受けて日本の長期金利が騰勢を強め、日米金利差の拡大が抑止されている状況にもかかわらず、ドル/円相場の上昇基調はさほど変わっていない（図）。日銀の利上げ単体では円ショートを解消する材料には至らず、FRB の利下げとセットで打ち出されて初めて投機筋を動かすだけの材料として昇華されてくるのではないか。日銀が正常化に至るにあたっての理由（労働市場の構造変化）は釈然としないものがあつたが、利上げ路線自体は持続すると考えて良いだろう。しかし、それと円安地合いの反転はさほど関係が無く、むしろ労働市場の構造変化に根差したデフレからインフレへの転換を背景として「デフレ通貨は上昇する」から「インフレ通貨は下落する」という理論的に考えて当然の局面変化が起きつつあると考え方もあつて良いだろう。



《円相場の需給環境について～需給改善は認められるものの・・・～》

2024 年の需給環境は改善中

5 月は本邦 3 月分国際収支統計が発表されているので、1～3 月期時点の需給環境について整理しておきたい。ヘッドラインでは 2023 年度の経常収支黒字が+25 兆 3390 億円と比較可能な 1985 年以降で最大となったことが大々的に取り上げられている。筆者試算のキャッシュフロー（CF）ベース経常収支を試算すると、約+2 兆円と統計上の黒字に比して 10 分の 1 程度になってしまうが、一応の黒字が確保されている。1～3 月期の CF ベース経常収支に関し、2023 年と 2024 年を比較したものが次頁図だ。これ

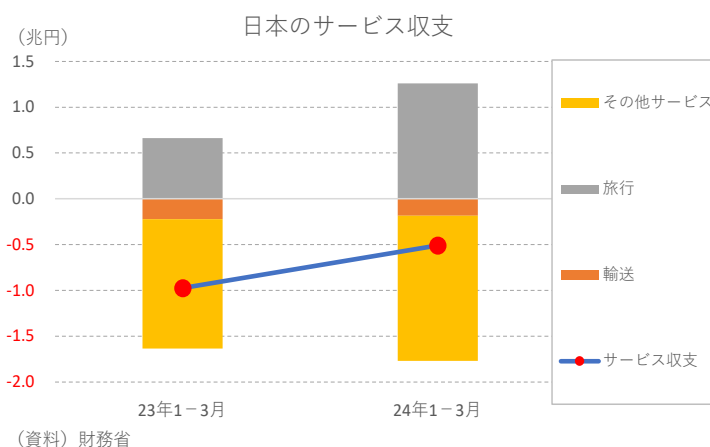
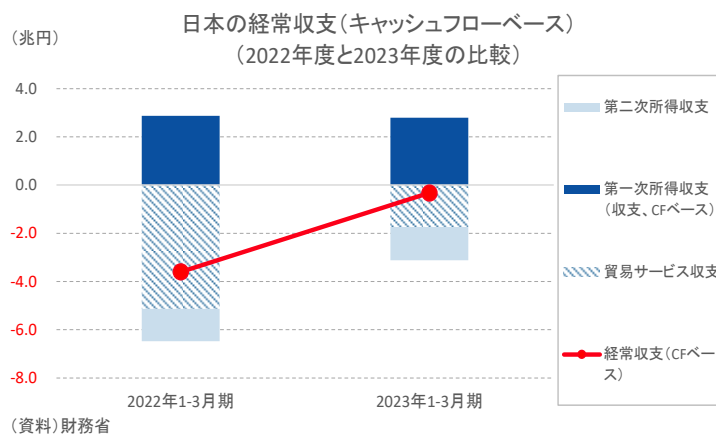
も明確な改善を確認することができる。具体的に数字を見ると 2023 年が約▲3.6 兆円、2024 年が約▲3300 億円といずれも赤字だが、2024 年に関しては年初来で概ね均衡と言えらるまでに需給環境は改善している。にもかかわらず、年初来で円相場が続落してきたことを踏まえると、政府・財務省が再三指摘するように、文字通り、投機的な円売りが主導した相場だったという疑いは非常に強い。この点は IMM 通貨先物取引における円売り持ち高が今局面で最大となっていた事実などからも理解できるところだ。米国のインフレが予想以上に粘着的であるという状況もさることながら、「政府債務に配慮して日銀は利上げできない」という思惑が投機的な円売りを誘っている部分もあながち否定できない。

「2つの過去最大」に言及すべき

また、報道では経常収支黒字をけん引した存在として旅行収支黒字が+4 兆 2295 億円と年度として過去最大を更新したことも注目されている。しかし、毎度の話だが、その旅行収支を含めたサービス収支は▲2 兆 4504 億円と依然赤字だ。言うまでもなくデジタル、コンサルティング、再保険、研究開発サービスなどから構成されるその他サービス収支赤字が▲6 兆 745 億円と過去最大を更新している結果である。サービス収支に併存する「2つの過去最大」に言及しなければ現在の日本の国際収支で起きていることを正確に把握することは叶わない。日本の国際収支で旅行収支黒字は「陽」の部分だが、その他サービス収支赤字、筆者が多用する言葉で言えば「新時代の赤字」は「陰」の部分だ。今後、「陽」の部分は人手不足に伴う供給制約から頭打ちが懸念される一方、「陰」の部分は無尽蔵に拡大していく恐れを秘めている。

もちろん、「新時代の赤字」の 3 分の 2 を旅行収支黒字で相殺できていることは喜ばしいことではある。しかし、デジタルサービスを筆頭とする「新時代の赤字」は今後拡大の一途を辿る可能性が高い。重要なことは「旅行収支黒字の拡大ペースがその他サービス収支赤字の拡大ペースについていけるか」である。ちなみに 1～3 月期に限って 2023 年と 2024 年を比較して見ると、サービス収支赤字は▲9746 億円から▲5093 億円へ縮小しており、こ

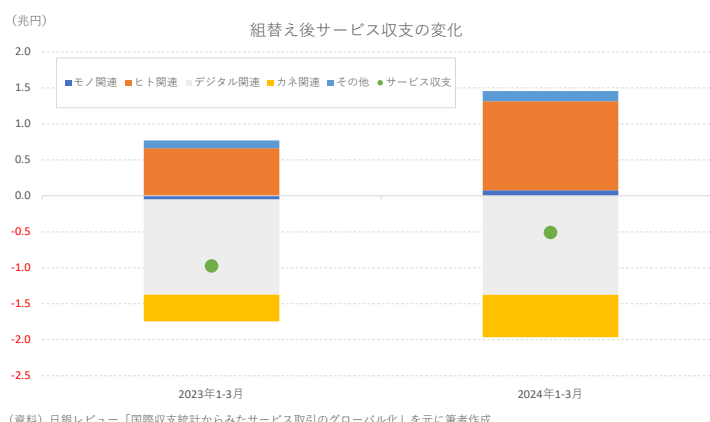
れは旅行収支黒字が+6615 億円から+1 兆 2957 億円へ倍増したことの影響だが、昨年 3 月までは水際対策と称してインバウンド需要を抑制していた経緯があるため単純比較は難しい。本当に比較すべきは 4 月以降の動きになる。なお、その他サービス収支赤字は▲1 兆 4122 億円から▲1 兆 5828 億円へ拡大しているため、やはり「旅行収支黒字の拡大ペースがその他サービス収支赤字の拡大ペースについていけ



るか」との視点は捨て置けないことが分かる。

カネ関連収支は初の2兆円台赤字も？

百歩譲ってデジタル関連収支が現在の年間▲5.5兆円程度の赤字で推移するとしても、「新時代の赤字」はデジタルサービスだけではない。図に示すように、保険・年金サービスへの支払を含むカネ関連収支の赤字も相応に大きい。1～3月期時点について2023年から2024年の変化を見ると、デジタル関連収支は約▲1.3兆円で横ばい、旅行収支を主軸とするヒト関連は約+6600億円から約+1.2兆円へ倍増している（先述の通り、鎖国政策の反動である）。しかし、これら2項目のほかに、海外への再保険支払いを含むカネ関連収支が▲3700億円から▲5900億円へ1.5倍以上に膨らんでいる。これは国内における外貨建て保険の販売増加や自然災害多発に伴う保険料増加などを反映している。この部分の赤字もデジタル関連収支同様、減少する算段が立っていない。カネ関連収支がこのペースで赤字を出し続けた場合、通年では初めて▲2兆円の大台に乗る可能性がある。デジタル関連収支が例年通り▲5.5兆円だとするとこの2項目で▲7.5兆円だ。こうした赤字を文字通り労働集約的なヒト関連収支の黒字で極力打ち返す構図になる。簡単な話ではない。「陽」の部分である経常収支黒字や旅行収支黒字に焦点を当てるのが悪いとは思わない。しかし、これを誇張することで「陰」の部分である「新時代の赤字」にまつわる議論を糊塗してしまうような雰囲気を作るべきではないと筆者は考える。円安への影響を越えて、日本経済が抱える問題としてサービス収支全体の赤字が拡大していく可能性を考える必要がある。

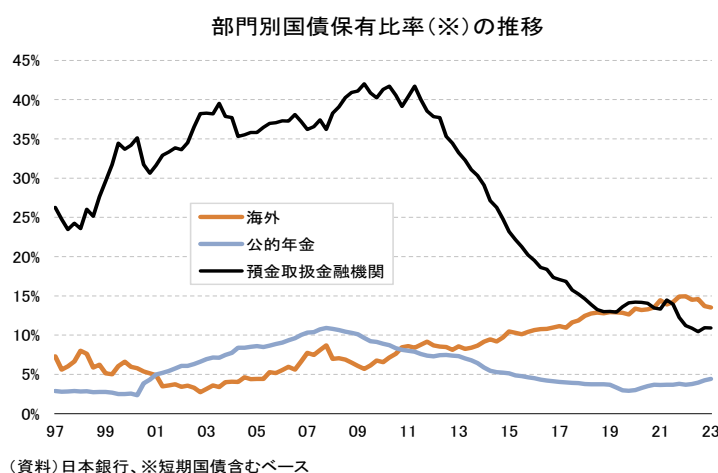


しかし、これら2項目のほかに、海外への再保険支払いを含むカネ関連収支が▲3700億円から▲5900億円へ1.5倍以上に膨らんでいる。これは国内における外貨建て保険の販売増加や自然災害多発に伴う保険料増加などを反映している。この部分の赤字もデジタル関連収支同様、減少する算段が立っていない。カネ関連収支がこのペースで赤字を出し続けた場合、通年では初めて▲2兆円の台に乗る可能性がある。デジタル関連収支が例年通り▲5.5兆円だとするとこの2項目で▲7.5兆円だ。こうした赤字を文字通り労働集約的なヒト関連収支の黒字で極力打ち返す構図になる。簡単な話ではない。「陽」の部分である経常収支黒字や旅行収支黒字に焦点を当てるのが悪いとは思わない。しかし、これを誇張することで「陰」の部分である「新時代の赤字」にまつわる議論を糊塗してしまうような雰囲気を作るべきではないと筆者は考える。円安への影響を越えて、日本経済が抱える問題としてサービス収支全体の赤字が拡大していく可能性を考える必要がある。

《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

5月初頭の160円からは反落しているが、ドル/円相場は依然155～157円台と年初来高値圏で推移している。現状の円安相場は米金利の高止まりや需給構造の変容など、いわゆる金利や需給の要因を指摘する向きが殆どである。しかし、海外から「次の円安リスク」として財政ファイナンスがテーマ視されているのではないかという照会もある。この点について簡単に議論をしてみたい。もちろん、現状では9割弱が内国債であり、テーマ視されたとしてもそれが持続的な円金利上昇に繋がるような事態にはなるまい。とはいえ、海外投資家の日本国債の保有割合

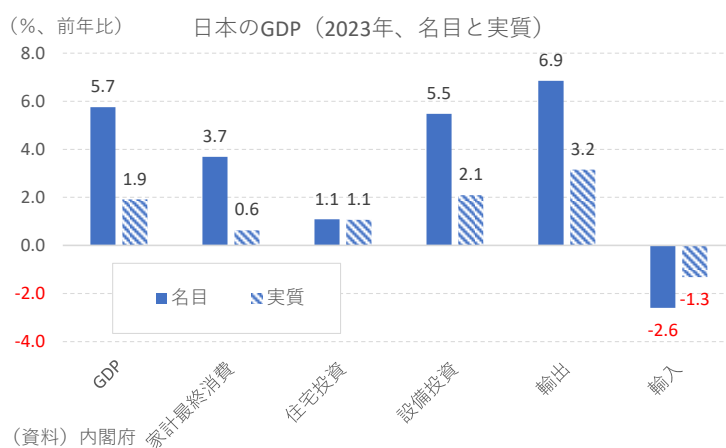


合（短期国債を含むベース）を見ると、5%未満だった 2000 年代前半から、2023 年 12 月末時点では 13% を超えている。徐々に、しかし確実に内国債としての性質は薄れつつあるのも事実ではある。こうした状況と近年の円安地合いも相まって、金融市場では「日銀は政府債務残高の大きさ（＝政府の利払い増加）に配慮して利上げできない」というストーリーが抱かれやすくなる可能性がある。

結末としてのインフレ税

もちろん、政府・日銀の胸中について筆者は知り得ない。だが、後述するように、故意にしろ、過失にしろ、高債務・低金利・円安の併存が続くことで世界最悪と言われる政府債務残高が少しずつ減少するコースに入っている現実はある。まずは基本的な事実をおさらいしておこう。一国の政府の財政再建には①歳出を削る、②歳入を増やす、③インフレになる、の 3 つの手段がある。どれも相互排他的ではないので、複数の組み合わせもあり得る。現状、日本に起きている事象と合わせ見れば、円安を起点とした③のコースに注目が集まらざるを得ない。極端な話、物価が 2 倍になれば貨幣価値は半分になる。当然、債権価値も債務価値も半分になる。政府債務も例外ではない。より丁寧に説明しよう。政府部門から見れば、値上がりした財やサービスに対して家計部門が金融資産をこれまでよりも沢山取り崩して納税してくれることになる。その分は政府部門の税収が増えるので政府債務残高の減少も早まる。結果だけを見れば、インフレが政府部門の債務返済能力を改善したという構図になる。

片や、家計部門から見れば、自身の意思とは無関係に可処分所得が減少し、その分が政府債務の返済に充てられる構図になる。現象として起きていることはまさに増税だ。こうしたことからインフレによる政府債務圧縮はインフレ税と揶揄される。インフレ税は国民に不人気な増税や歳出削減を忌避し続けた結末であり、民意とは無関係に進む恐ろしさがある。実際、2023 年の日本経済を見れば、GDP 成長率に関し、名目では

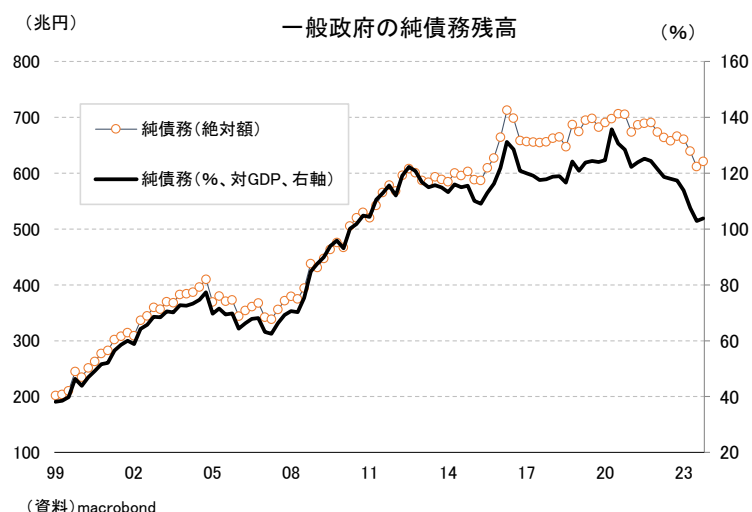


+5.7%であったのに対し、実質では+1.9%と伸び幅が 3 分の 1 以下になってしまう。これは家計最終消費が名目で+1.7%伸びたのに対し、実質では+0.7%と殆ど伸びていないことと平仄が合う。これは「インフレ税により実質ベースで見た消費が伸びていない」と読み替えることもできなくはない (図)。

揃いつつある状況証拠

既報の通り、近年の日本では税収が増勢傾向にある。海外勢を中心として金融市場がインフレ税の到来を囃し立てる状況証拠は少しずつだが、揃いつつある。過去の本欄では類似の論点を繰り返し議論しているが、円安発・輸入物価経由のインフレという外的ショックに加え、人手不足による名目賃金上昇という内的ショックも加われば、今次インフレは持続力を伴う可能性が高いというのが筆者の従前の見立てである。現に、パンデミック元年となった 2020 年を境として日本政府の純債務は絶対額で見ても、名目

GDP 比で見ても、明らかにピークアウトしている（図）。その真偽はさておき、日銀が利上げしない（できない）理由として「政府債務の利払いを懸念している」という消極的な理由はあり得るが、「円安を放置することで財政再建が進む」という積極的な理由も無いことはない。もちろん、全ては推測の域を出ないものであるし、為政者の胸中を正確に読むことはできない。しかし、現象としてインフレ税が始まっている（始まってしまっている）と指差される可能性はある。為替市場において重要な点は、「為政者がインフレ税を志向している」と思われた時点で必然的に「だから日銀は金利を上げないのだ」という疑義が強まり、投機的な円売りが勢いづくという展開である。現時点では可能性が低いリスクシナリオではあるが、現在起きていることを踏まえると、一笑に付すこともできない論点に思える。



◆ ユーロ相場の見通し～決め打ちし過ぎた 6 月利下げ～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～既定の 6 月利下げと白紙の 7 月以降～》

ECB 利下げ、6 月確実、7 月以降未定

5 月は ECB 政策理事会の開催がなかったものの、同 17 日には日経新聞にシュナーベル ECB 理事の単独インタビューが掲載されており、これが「次の一手」を推し量る上で重要な示唆に富んでいるため、取り上げておきたい²。学者出身のシュナーベル氏は歴代のドイツ人高官と比べればタカ派色が抑えられていることで知られている。政府や中銀を出自とするドイツ出身の ECB 高官が政策理事会内で孤立し、結局は任期満了に至らず辞任するケースが歴史的に繰り返されてきたため、学者出身者が選ばれてきた経緯で知られている。今回のインタビューでは「多くの利下げが難しそうな ECB」という実情が透けており、どちらかと言えばタカ派色が滲み出ていたが、これはドイツゆえではなく ECB の総意と考えられる。

最初の質問では「市場は 6 月利下げを確実視しているが、6 月以降の利下げペースをどう考えているか」と問われている。これに対し、シュナーベル理事は「入手可能な情報およびスタッフ見通しを踏まえれば、6 月利下げは恐らく適切」と述べており、市場予想に沿った回答を示している。同時に「しかし、6 月以降のパスはより不透明であり、最近のデータからはディスインフレのラストワンマイルが極めて困難であることを確認している」とも答えており、7 月以降に関し言質を与えていない。

ちなみに同日にはカザークス・ラトビア中銀総裁が同じように 6 月利下げの可能性を認めつつも 7 月の利下げに反対する意を表明しており、スタッフ見通しが改定される 6・9・12 月の政策理事会であれば「(利下げの) 決断を下すのはずっと容易になる」と述べている (ロイター)。こうした直近の高官発言に加え、ECB が今年 1 月会合から常に「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」という方針をフォワードガイダンスのように織り込ませてきた経緯を思えば、利下げは「6 月確実、7 月以降未定」というのが現時点の政策理事会の総意に近いと見受けられる。なお、2 つ目の質問では「何人かのメンバーは 7 月利下げを主張しているようだが、どう思うか」と説いているが、「緩和プロセスの前倒しはリスクがある」と一蹴している。

「3 か月に 1 回」が理想的な利下げか

3 つ目の質問では「では、ECB はどのようにして夏場以降の政策金利のペースをコントロールするつもりか」と利下げペースに関する質問をぶつけている。この点、シュナーベル理事は年初こそ 6 回利下げが織り込まれていたが、それが今や 3 回になっているという事例に言及した上で、市場期待に沿って予断を持つことの危うさを強調している。その上で今後考えられる 2 つのシナリオとして賃金の騰勢が抑えられ、インフレが鎮静化に向かい、緩和に転じることができるシナリオと、その逆でインフレが再浮上してくるシナリオ（賃金の強さだけではなく、何らかの新しい供給ショックが発生するケース含む）に言及している。望ましい前者のシナリオは「the one underlying our staff projections」と表現されており、冒頭で紹介したカザークス総裁もスタッフ見通しの頻度に合わせることの有用性に言及していたことを考えると「スタッフ見通しに合わせて 3 か月に 1 回」が ECB の抱く理想的な利下げペースとして議論の俎上に上っている可能性が推測される。

ちなみに、4 つ目の質問として「要するに、貴方としてはスローなペースを望んでおり、夏以降のデー

² ECB, Interview with Nikkei, “Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Shogo Akagawa and Takerou Minami on 13 May 2024

タは警戒を持って見ているということか」と念押ししているが、これについて「拙速な緩和のリスクがある」、「我々は今後起きうることに十分な時間が必要」と重ねている。やはり少なくとも現時点では7月利下げの可能性は非常に低いと言えそうである。

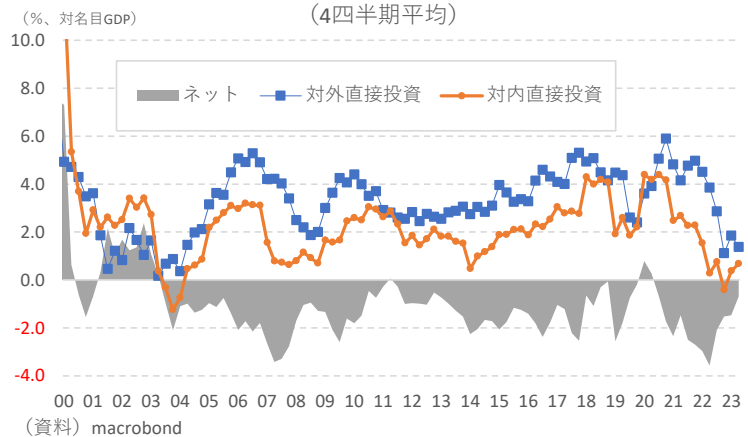
ドイツ経済が示す経済転換

インタビュー中盤ではドイツ経済が再び「欧州の病人」と呼ばれつつある状況を踏まえ、今後5年間のユーロ圏経済をどう見るかという中長期的な質問も見られた。この点、シュナーベル理事は「ユーロ圏は巨大な構造変化（massive structural change）に直面している」と回答した上で、それはエネルギー価格の問題だけではなく、「エネルギー供給の信頼性（the reliability of energy supply）」の話でもあると述べていたことは印象的であった。ロシア・ウクライナ戦争を契機としてエネルギー事情が激変した以上、これを前提とした「新しく、改善されたモデル」を検討すべきだと強調している。こうしたシュナーベル理事の発言は暗に脱原発政策を完了させたうえで不安定且つ高価なエネルギーに依存せざるを得なくなっている自国（ドイツ）への意趣返しではないかと思われる。

過去の本欄でも議論したように、現在のドイツにおける対内・対外・直接投資状況を踏まえれば、同国における産業空洞化への懸念は強まっている（図）。単一通貨と関税同盟のメリットがある以上、日本のように製造拠点が枯渇し、貿易収支赤字を定着させるような状況に至ると思えないが、メルケル政権の16年間に経済成長という点だけに照らせば黄金時代だったことを踏まえれば、当面は病人と揶揄されても仕方がない状況

は予見される。そうしたドイツ経済の長期停滞は ECB の中立金利が下方シフトする論点になるはずだが、今回はそこまで踏み込んだ発言は見られなかった。

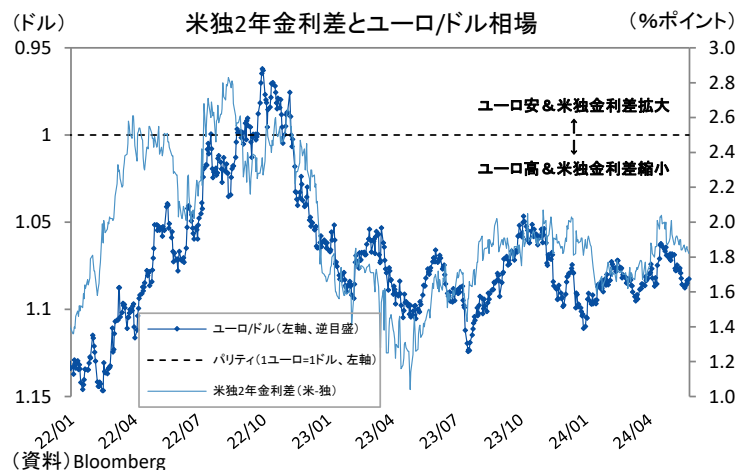
ドイツの対内・対外直接投資
(4四半期平均)



(資料) macrobond

ユーロ相場について

インタビューでは為替に関するパートもあり、日本の為替介入（と思しき動き）についても問われてはいた（当然、コメントできないと一蹴されている）。過去の本欄でも論じたように、今後のユーロ相場はFRBに先んじてECBが利下げを行うという事実を受けて押し下げが予想される。この点もインタビューでは問われており、歴史的に両行の政策運営が並行して動いてきたこと、これに従ってユーロ/ドル相場も



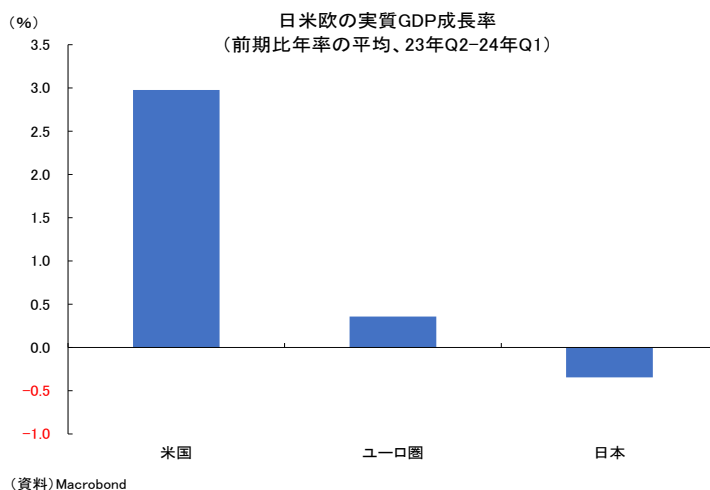
(資料) Bloomberg

変動してきた事実が認められている。象徴的にはドイツと米国の金利差は明らかにユーロ/ドル相場の動きを規定しており（前頁図）、為替見通し上、重要な指針となる。なお、「弱いユーロが物価や実体経済に与える影響」についても問われているが、これに対しては世界中で二次的波及効果(second-round effects)が顕現化しており、「依然としてユーロ圏でもサービス物価の押し上げがインフレの3分の2を支えている」といった現状を紹介することで返している。明言こそしていないが、「ユーロ安→一般物価上昇→賃金上昇」という経路があるという話を含んでいるように読めた。当面の状況について言えば、欧米金利差の拡大がユーロ/ドル相場を押し下げ、これがユーロ圏消費者物価指数(HICP)を底上げするような展開も ECB ウォッチの上で争点になってくる可能性は高いだろう。

《ユーロ圏経済の現状と展望～景気底打ちという「不都合な真実」～》

ECB の先行利下げに何ら違和感なし

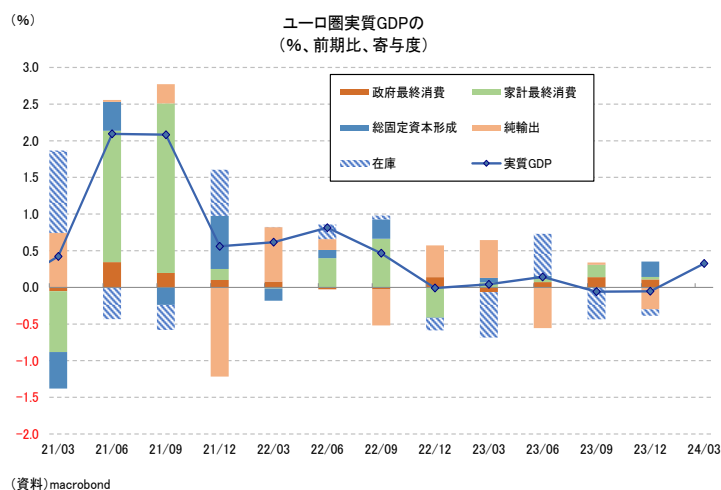
シュナーベル理事のインタビューを出すまでもなく、FRB に先んじて ECB が 6 月にも利下げに踏み切るとは概ね既定路線である。これは HICP の鈍化傾向を受けての決断であることは確かだが、そもそもユーロ圏経済が米国経済に比べて脆弱性を抱えているという点も ECB は 6 月利下げの理由として持ち出してきた。例えば実質 GDP 成長率(前期比年率)に関し、2023 年 4～6 月期から 2024 年 1～3 月期までの 4 四半期平均で比較した場合、米国の+3.0%に対し、ユーロ圏は+0.4%である。ちなみに



に日本は▲0.3%であり、突出して弱い。にもかかわらず円安抑止のために日銀の追加利上げが模索される状況は非常に苦しいと言わざるを得ないだろう。話を欧米比較に戻せば、米国とユーロ圏では実体経済の現状について雲泥の差がある。インフレ率だけを見ているとそれほどの格差を感じないが、成長率だけを見れば ECB が先行して利下げすることに何ら違和感はない。

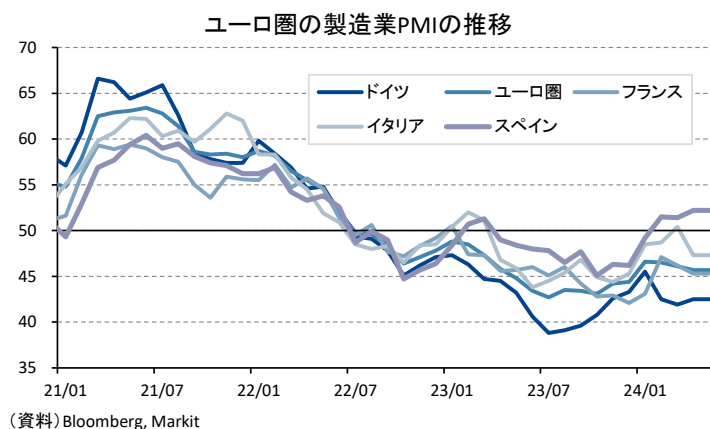
「底入れ」という不都合な真実

もっとも、4 月末に公表された 2024 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(速報値)を見ると、ユーロ圏は前期比+0.3%（前期比年率+1.3%、以下特に断らない限り前期比）と 3 四半期ぶりのプラス成長に復帰している(図)。これは昨年 10～12 月期が横ばいから同▲0.1%に下方修正されたことの影響も含んでいるが（これにより 2023 年 7～12 月はテクニカル・リセッションに陥っていたこと



になる)、これから利下げをしようというタイミングで景気の底入れが確認されていることについてやや
 気持ち悪さも覚える。需要項目別の数字は未発表であるが、国別に見ればユーロ圏 20 か国全てがプラス
 成長を記録しており、これも久しく見られなかった構図である。特筆されるのはやはりドイツで、前期の
 同▲0.5%から同+0.2%へ増勢を取り戻し

ている。そのほかフランス（同+0.1%→同
 +0.2%）、イタリア（同+0.1%→同+0.3%）
 と加速が見られ、スペイン（同+0.7%→同
 +0.7%）も高い成長率を維持するなど、4大
 国全てが堅調という仕上がりだ。ちなみに
 こうしたユーロ圏経済の底入れは毎月の
 PMI から推察されたもので、図示するよ
 うに、多くの加盟国がまだ判断の分かれ目
 となる 50 を割り込んでいるが、最悪期を

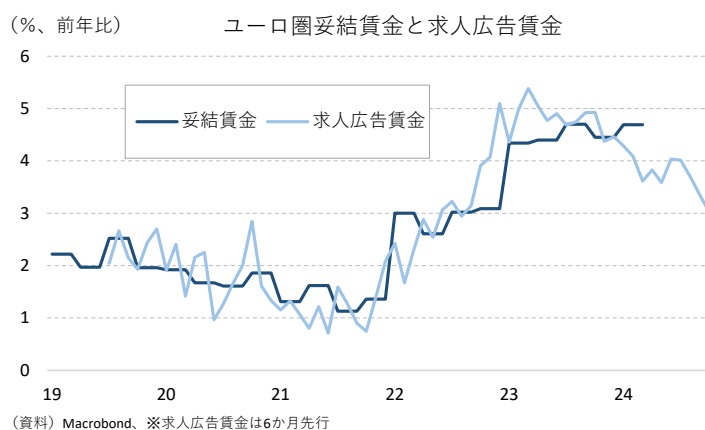


脱したというイメージはある。繰り返しになるが、こうした状況を前に利下げが始まろうとしている難
 しさは感じる。6月利下げを概ねコミットした ECB にとって底入れは不都合な真実に映るかもしれない。

妥結賃金は加速、ECB は冷静な対応？

本稿執筆時点ではシュナーベル理事を筆頭に多くの ECB 高官が「6月利下げを確実だが、その後は未
 定」というスタンスを強調している（7月利下げを主張する高官も一部存在するが）。これは「6月利下
 げをコミットしてしまったことの不味さ」も多少は感じているからかもしれない。後講釈だが、1月時点
 から「妥結賃金統計の明らかになる5月末までは現状維持」という点を強調し過ぎたことで「というこ
 とは6月に（利下げへ）動く」と市場は済し崩し的に織り込んでしまったように思える。

この点、5月23日には ECB の「次の一
 手」を占う上で極めて重要なデータである
 1～3 月期妥結賃金が公表されている。伸
 び率は前年同期比+4.69%と 2 四半期ぶり
 に加速しており、先行指数として注目され
 ていた求人広告賃金（1～3 月期平均で約
 +4.00%）からの上方乖離も目立つ結果と
 なった(図)。現時点で 6 月 6 日の政策理事
 会における利下げを見送ることはあり得
 ないが、ラガルド ECB 総裁の会見では 7



月の追加利下げは明確に否定される可能性が高い。とはいえ、6月会合後の総裁会見では「7月是不透明
 としても、『次の一手』は利下げである」という趣旨が引き続き強調される公算が大きいと思われる。

これは妥結賃金統計と同日に公開された ECB ブログから読み取れる。ブログは、上記のような妥結賃
 金の動きにもかかわらず「全体的な賃金圧力が緩和している」との結論から始まっており、団体交渉を通
 じて決まる賃金設定に関し「段階的、不定期かつ分散的であり、賃金契約の期間も比較的長い（平均 2 年）
 ため、その動向は経済状況の変化に緩やかにしか反応しない」という性質を指摘している。こうした理解

に基づき、「妥結賃金の一時的な高止まりは技術的に起きるものであり大きな問題ではない」との基本認識が示されている。要すれば、1～3 月期妥結賃金の加速については想定範囲内であり、利下げ路線という大勢には影響しないというメッセージが読み取れる。より具体的には 1～3 月期の上振れは一時金による効果で趨勢に影響はないというのがブログにおける分析である。

また、ブログでは ECB が目下開発中の賃金トラッカーも 2024 年中に賃金上昇率が減速してくることを示唆しているとの事実に触れた上で、ECB が今年 4 月に行った企業金融アクセス調査 (SAFE) でも企業が予想する賃金上昇率が鈍化傾向にあるという調査結果を紹介している。なお、ECB ウォッチに際し極めて有用と考えられるユーロ圏の賃金トラッカーは現状、内部利用にとどまっており、政策理事会の判断材料にはなっているものの、データベースでは公開されていない。しかし、ブログによれば 2024 年後半には定期公開されるという重要な情報も紹介されている。

続きそうなブログと政策理事会の微妙な関係

妥結賃金の性質を冷静に踏まえれば、今回の上振れは一時的だという分析姿勢は説得力のあるものではあった。しかし、そもそも 1～3 月期妥結賃金の発表に合わせてブログを準備していたことの方が物議を醸すようにも思える。金融市場において ECB にとって不本意な期待形成が進む前に介入しようという意思がどうしても透けてしまう。ちなみに ECB がコミュニケーションツールとして「THE ECB BLOG」 を利用し、政策決定に関する重要な情報を発信するのはこれが初めてではない。ちょうど 2 年前となる 2022 年 5 月 23 日にはラガルド総裁の名前でブログが発表され、拡大資産購入プログラム (APP) の早期終了とこれに伴う 2022 年 7 月中の利上げ、さらには同年 7～9 月期中のマイナス金利脱却まで宣言されるという大胆な情報発信が見られた。その 2 週間後に政策理事会を控えていたにもかかわらず、ブログという形態で重要な見通しを、しかも総裁名義で情報発信したことは極めて異例であった。その際、ラガルド総裁は「予想される利上げ時期が接近するに伴い、複雑化する政策環境を踏まえれば、正常化の道のりを明確にする重要性は増しており、この点を明確にすることがブログの目的 (the purpose of my blog)」と明言した。率直にそれは声明文に求められる役割だろう。

今回のブログは 2 年前ほど踏み込んだ内容ではないが、総裁名義ではなく、あくまでいちスタッフ分析とされており、公式見解ではないことも銘打たれている。とはいえ、1～3 月期妥結賃金が 6 月以降の政策運営において重要な判断材料になることは年初から強調されてきたものであり、市場でも注目度が非常に高いものだった。わざわざ同日にブログを公表してその解釈方法をガイドするのは親切とも言えるが、政策理事会の存在が軽んじられているようにも思えた。ブログでは ECB が開発する賃金トラッカーが政策理事会の判断材料として使用されていることにも言及があるため、せめて政策理事会と同日にブログを公表しても良かったように思える。いずれにせよ、「事に及べばブログを通じた情報発信は政策理事会の決定に関する事項であっても躊躇はしない」というのが ECB のスタンスだとしたら、やはり政策理事会の位置づけは「軽く」なっている。とはいえ、それがラガルド流なのだとしたら、当面の ECB をウォッチするにあたっては政策理事会とブログの双方に目を配りながら予想形成に努める必要がある。

《※補足:ユーロ圏にとってのリスクシナリオ～「もしトラ」で懸念する債務危機～》

「もしトラ」で接近する欧州と中国

米大統領選が近づくに連れて、その金融市場への影響を問われるケースが増えている。ドル/円相場に

ついで言えば、変動為替相場制移行後の経験則を踏まえ、円安・ドル高材料となる公算が大きいことは比較的良好に知られた事実である（図）。かなりはっきりした傾向ゆえ、筆者も見通し作成上、考慮しているポイントではある。しかし、ドル/円相場以外の論点に関し、トランプ氏の再選、いわゆる「もしトラ」に備えた場合、欧州の立ち回りがどう変化するかを気にする論調は多い。具体的には、トランプ再選を「欧州の安全保障枠組みを変え得る材料」と解釈する向きは多く、状況証拠に照

らせば恐らくそれは正しそうである。言及すべき論点は多岐に渡り、例えばドイツ政府からは既に核武装の必要性を訴える閣僚まで現れている。とりわけ、トランプ再選を契機として注目される欧州の動きが、中国との接近や防衛費の増強という論点である。

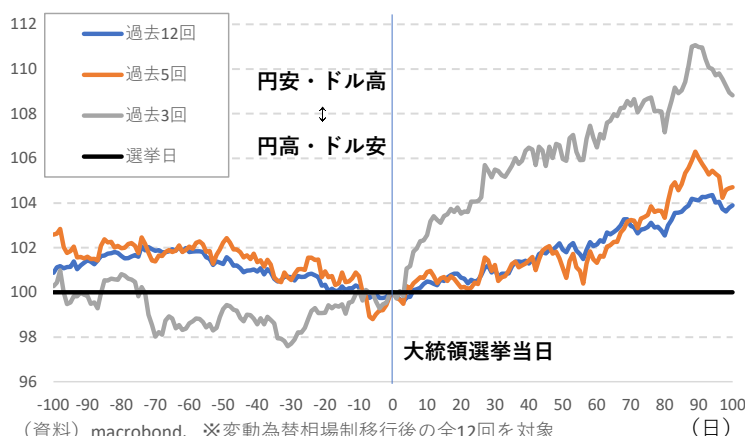
中国との接近に関しては既に現実化しつつある。直近では5月6日、パリを訪問している習近平・中国国家主席とマクロン仏大統領、そしてフォンデアライエン欧州委員会委員長が三者会談を持ち、マクロン大統領が「欧州の将来は、中国との関係を均衡の取れた形で一段と発展させられるかにかかっている」と述べたことが欧州と中国の新しい外交関係を象徴する発言として注目を集めている。元より、今回の習近平氏による欧州訪問はトランプ氏と距離のあるEUを自陣に引き込む意図があると言われていたが、会談後に報じられている要人発言を見る限り、実際にそのような意図はあったのだろうと感じさせる。トランプ再選は中国にとって欧米関係に楔を打ち込むことができる契機になる一方、欧州にとっては中国を通じてロシア・ウクライナ戦争にブレーキをかける（できれば停戦させる）契機になる。後者の点に関してはフォンデアライエン委員長が「中国はロシアに対するすべての影響力をもってウクライナへの侵略戦争の停戦を促すように求めたい」と明言している。後述するように、トランプ再選に伴い欧州が直面する喫緊のリスクは防衛費の増大であり、さらに言えばそれが域内の債務問題にまで延焼する展開と考えられる。中国と接近してロシアを抑止できるのであればそれに越したことは無い。

何かといえは欧州に対して口汚く罵ってくる可能性があるトランプ氏と付き合うよりも、中国との関係を上手く活用して防衛費抑制に努めた方が大きなメリットがあるという外交的発想は十分理解できる。

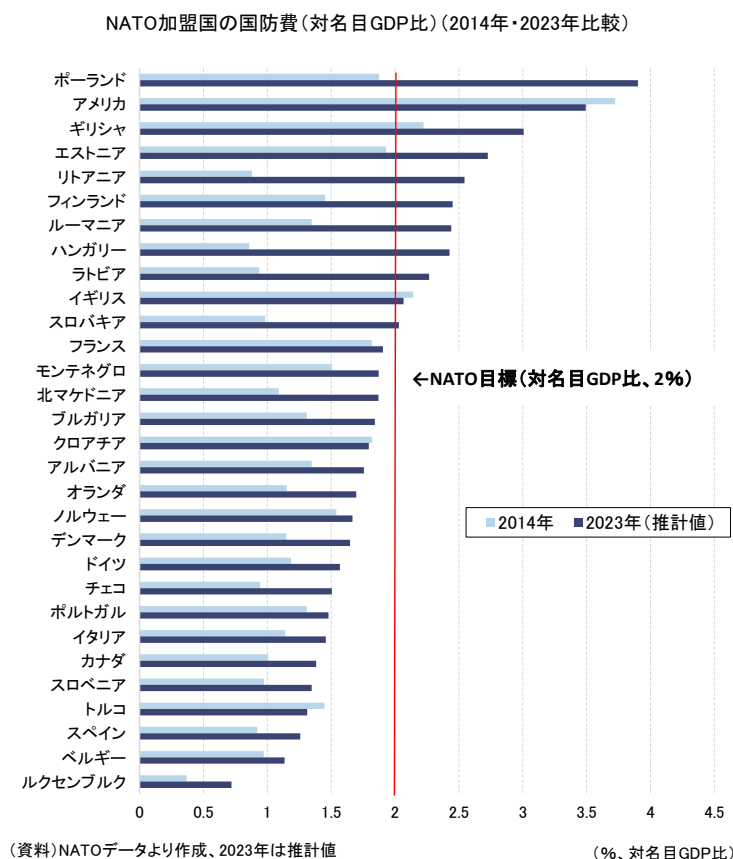
根深い欧州の「ただ乗り」問題

金融市場の観点から要注視したいのが防衛費増強の問題である。トランプ再選に絡んで防衛費負担の問題が注目されるのは今に始まったことではなく、トランプ前政権時代の教訓を踏まえての話である。もちろん、貿易・サービス取引における関税・非関税障壁の押し付け合い（一言で言えば貿易戦争）も想定される展開だが、防衛費負担の在り方は一国の財政の形に大きな影響を与えるため金融市場からも注目されやすい面がある。しかも、トランプ前政権時代と異なり、今はロシア・ウクライナ戦争もあり、防衛費の必要性は各国において増している。より注目論点となりやすいだろう。

（選挙日=100）米大統領選挙前後（※）のドル/円相場



トランプ氏は前政権時代から欧州諸国が十分な防衛費負担をせず米国に負担を押し付けているという批判を重ねてきた経緯がある。ちなみに前政権時代、他国の防衛費負担が十分でない場合、ロシアによる NATO 加盟国への攻撃を容認するような発言をしたとトランプ氏当人が述懐したことは大きく報じられている³。また、2022 年以降の世界はロシア・ウクライナ戦争を抱える状態にあるが、ここでも米国の軍事費負担が突出していることは知られている。その事実を踏まえれば、トランプ氏の一存で米国が NATO における集団的自衛権の行使を拒否するような言動をすること自体、その影響度は前政権の時よりも大きなものになっていると考えるべきだろう。図に示すように、米国の防衛費は常に名目 GDP 比 3%を超えており、この構図は 10 年以上変わっていない。片や、ドイツ、フランス、イタリアといった欧州の G7 主要国は、一度も 2%を上回っていない。こうした状況にもかかわらず、米国が欧州とロシアの間に横たわる緊張に多大なコスト負担を強いられているのは承服できないというのがトランプ氏の主張である。ちなみにこうした欧州の「ただ乗り」問題はオバマ政権時代から主張されてきた争点であるため、トランプ氏の軽口から想像されるよりも根は深い話である。



防衛費負担における欧州のニューノーマル

いずれにせよ、「応分負担が無ければウクライナ防衛から手を引く」とも言い出しかねないトランプ氏の再選を前提として欧州各国は防衛費増強を強いられる状況に置かれている。既にショルツ独首相は今年 2 月、今後の防衛支出の見通しについて NATO 加盟国の目標である 2%以上に引き上げる方針を宣言している。この際、「米国だけでなく、全ての欧州諸国がウクライナの支援に向け一段と努力しなければならない」と述べており、これも「トランプ氏再選を前に態勢を整えておくべき」という胸中が透ける。ちなみに今年 1 月にはピストリウス独国防相から「ロシアが 5~8 年以内に NATO を攻撃する可能性に備えるべき」という発言が見られ、4 月にも独軍トップのカルステン・ブローイアー連邦軍総監が同じ趣旨(5~8 年以内の攻撃可能性)の発言をしている。近年を振り返れば、2022 年 2 月、ショルツ独首相は連邦軍強化のために 1000 億ユーロの特別基金を創設すると発表し、これが 2024 年から計上される方針が明らかにされている。現状、ドイツは、防衛費を 2014 年の 393 億ユーロから 2023 年の 566 億ユーロへ

³ 2024 年 2 月 10 日、南部サウスカロライナ州で開いた選挙集会においてトランプ氏は前回の在任中、NATO 加盟国の首脳から「十分な軍事費を負担していない加盟国がロシアからの攻撃を受けたとしてもアメリカは防衛しないのか」という趣旨の質問をされ、「防衛しない。むしろロシアに対して望むようにするよう促すと答えた」と述べたことを認めている。2024 年 2 月 12 日「トランプ前大統領 在任中“NATO 加盟国攻撃 ロシアに促す”発言」NHK

44%増加させ(2015年基準の実質金額ベース)、名目 GDP 比でも 1.19%から 1.57%に浮上しているが、2024 年からの特別基金による拠出も合わせれば、初めて 2%に到達する見通しとも言われる。

ドイツと足並みを揃えるように、ポーランドは 3%まで引き上げる計画を発表し、スウェーデンやデンマークも 2%を目指す方針を表明している。ストルテンベルグ NATO 事務総長は今年 2 月 14 日の会見で、2024 年中に加盟 31 か国のうち 18 か国が 2%の目標を達成する見通しを明らかにしており、こうした潮流を「ニューノーマル（新常態）」と呼んでいる。決して大袈裟とは言えないだろう。

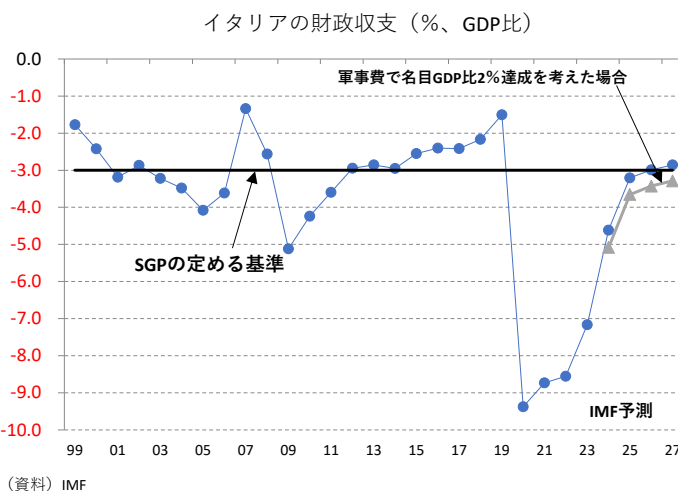
イタリアの債務危機に及ぶリスク

かかる状況を評価した上で、トランプ氏が矛を収めることも期待できなくはない。そのまま事なきを得るのであればそれが最も望ましい。とはいえ、相手はトランプ氏だ。そもそも欧州各国がようやく 2%に到達しようというところ、米国が常時 3%を超えていることについて因縁を付ける余地は残る。そもそも 2023 年の NATO 首脳会議で掲げられた防衛費の名目 GDP 比目標は「少なくとも 2%」という表現である。トランプ氏からすれば 2%は最低基準だとして満足しない可能性はある。実際、トランプ前政権で国防長官を務めたマーク・エスパー氏が日本経済新聞とのインタビューで同じ懸念を吐露している⁴。「米国並みの負担を」という主張は一見して正当性があるため、十分想定される。

また、2%と言っても単年度だけの実現では意味が無く、「継続的な目標達成」という視点からトランプ次期政権（2025～28 年）を通じて GDP 比 2%以上という軍事費拠出が維持されるのかどうかという論点が注目されてくるだろう。ウクライナの戦況次第で必要とされる軍事費は恐らく増えるため、そう考えるとかなり強い不透明感はある。いずれにせよ、仮にトランプ次期政権下で米国がウクライナ防衛に割く費用を縮小した場合、その分は欧州各国にしわ寄せがくるという展開は警戒され、だからこそ欧州各国は軍備増強に動かざるを得ない状況にある。

問題は全ての国がこうした潮流に耐えられる保証はないという事実だ。金融市場の観点からは債務危機にまつわる混乱に発展しないのかどうか注目される。タイミングが悪いことにパンデミックを契機に運用が停止されてきた EU の財政枠組みである安定成長協定 (SGP) が 2024 年から再開されており、①財政赤字で GDP 比 3%以内であること、②債務残高で名目 GDP 比 60%を超えないことという往年の制約が復活している。予定にない財政支出が加算されれば SGP に抵触し、欧州委員会が該当国を咎

め、債券市場が荒れるという定番の混乱が起きることになる。その筆頭格はいつも通りイタリアになる可能性が高い。ドイツ同様、イタリアの防衛費も 2014 年の 208 億ユーロから 2023 年の 286 億ユーロ

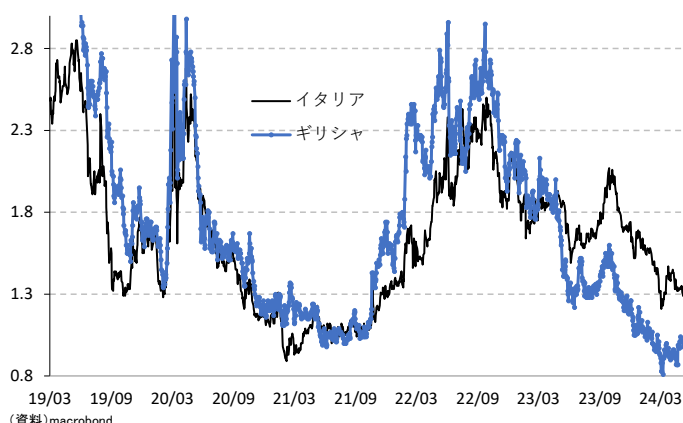


⁴ 岸田政権が防衛費を名目 GDP 比で 2%に引き上げることを既に明示していることを評価しつつエスパー氏は「日本が 2%への増額に動いている事実は大きい、問題は前大統領が今後も 2%で十分と考えるかどうかだ」と述べ、NATO が『「少なくとも 2%』という表現に変えたことに留意すべき」と語っている。日本経済新聞「トランプ氏、日本に防衛費 GDP2%超要求も 前国防長官」2024 年 4 月 5 日

へ、約+37%も増えており（2015年基準の実質金額ベース）、名目 GDP 比でも 1.14%から 1.46%に浮上するなど、はっきりと流れは変わっている。しかし、ドイツが設定したような特別基金を持たないイタリアは 2%到達の目途が立っているわけではない。NATO 試算に基づいた場合、2023 年時点のイタリアが名目 GDP 比で 2%の防衛予算を計上するとしたら、あと 100 億ユーロの上乗せが必要になる。しかし、防衛費の件がなくともイタリアの財政赤字は SGP に抵触しており、2023 年時点で▲7%と EU27 か国平均（約▲3.5%）の倍以上の規模に達しており（前頁図）、目下、欧州委員会による財政規律違反手続きに入っているところだ。順当な改善を見込む IMF の 4 月予測に基づいても、2024 年に▲4.7%、2025 年に▲3.2%と違反状態が続くことになっている。

欧州委員会がトランプ氏再選とこれに伴う安全保障上の脅威をパンデミック同様、例外的な事態だと捉えない限り、イタリアが現時点から「毎年 100 億ユーロの財政支出を増やす」という話は現実的ではない。こうした状況下、イタリア国債の対独スプレッドは既にギリシャ国債のそれと比較してもかなり水をあけられている状況であり（図）、昨年 11 月には米大手格付け会社がイタリアの長期発行体格付けを「Baa3（トリプル B マイナス相当）」に据え置き、「G7 初の投機的等級への格下げ」という事態が回避されたことが話題になったばかりだ。この際、格付けの見通しが「ネガティブ」から「安定的」に引き上げられているが、トランプ氏の挙動次第ではこれもまた危うさを抱えるだろう。防衛費増強と共に「G7 初の投機的等級への格下げ」となれば、メディアのヘッドラインとしてはかなり大々的にクローズアップされるに違いない。

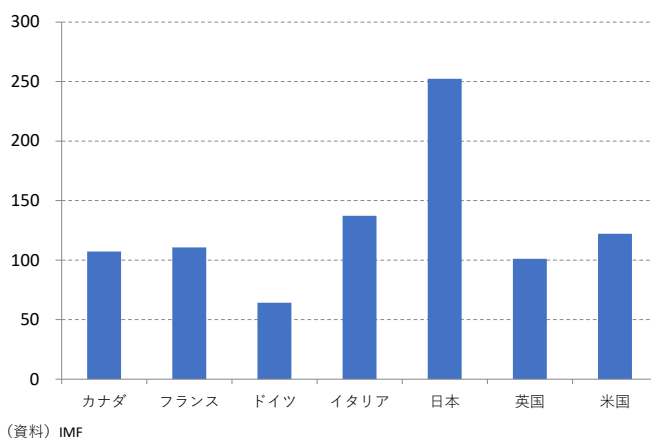
(%) ギリシャとイタリアの10年債利回り（対独スプレッド）



日本も無関係ではない

以上のような欧州債務危機の再燃をイメージさせるようなシナリオは、トランプ氏再選、その後の防衛費増強の要求、米国のウクライナ支援縮小やウクライナの戦況悪化など推測の上に推測を重ねた上での懸念ではある。しかし、EU、とりわけ高債務を抱える加盟国への軍事費増強が真に迫られるような局面に至った場合、例えばイタリア国債が G7 初の投機的等級に格下げされ、この收拾に ECB が追われるという可能性もなくはない。その際、「利下げしたくてもできない」というインフレ高止まりのような情勢にあった場合、ECB の政策環境はかなり窮屈なものになる。また、日本にとっても

各国の政府債務残高（%, GDP比、2023年）



他人事とは言い切れない。仮に、欧州がトランプ氏から防衛費増強を強いられ、それがイタリアの債務問

題に発展した場合、日本も同じ目で見られる可能性はある。

もちろん、国債消化構造が全く異なるゆえ同じ目で見られること自体は適切ではない。しかし、事実としてイタリアよりも政府債務残高が大きい以上、日本にも猜疑心が向けられる展開は否めない（前頁図）。岸田政権は既に 2027 年度に防衛費を GDP 比 2%に増額する方針を決めているわけが、先に述べたように、2%でトランプ氏が納得する保証はない。「もしトラ」が欧州の安全保障懸念を経由して、日本に延焼してくる可能性も頭の片隅には置きたいところである。その際、ただでさえ、財政ファイナンス懸念が大きな円安リスクだと言われていることを踏まえると、果たして為替市場が平静を保つことができるのかという点も注目される。

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。