

ともに挑む。ともに実る。



# 中期為替相場見通し

2024 年 6 月 28 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～止まる兆しの無い円全面安～

円相場の現状と展望～実効相場で評価する大切さ～	P.3
日銀金融政策の現状と展望～上がってしまった7月への期待値～	P.4
米金融政策の現状と展望について～ようやく見え始めた利下げ可能性～	P.6
米通貨政策の現状と展望～杓子定規の限界～	P.7
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.10
メインシナリオへのリスク点検～「皆やっているから」の怖さ～	P.13

### ◆ ユーロ相場の見通し～利下げ局面と共に訪れる欧州政治の季節～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～利下げ局面に入ったECB～	P.16
ユーロ圏経済の現状と展望～利下げと齟齬もある強い指標～	P.17
欧州政治の現状と展望～フランス政局と金融市場～	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

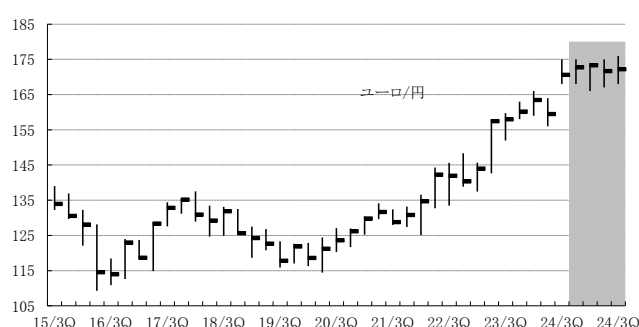
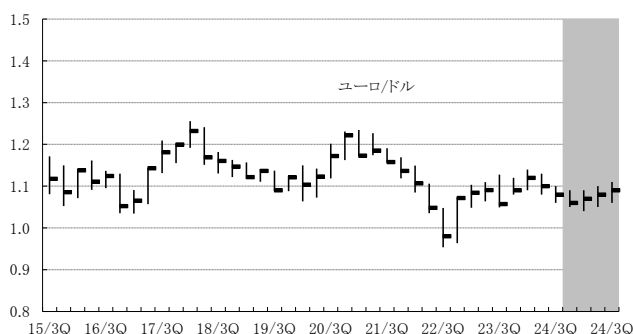
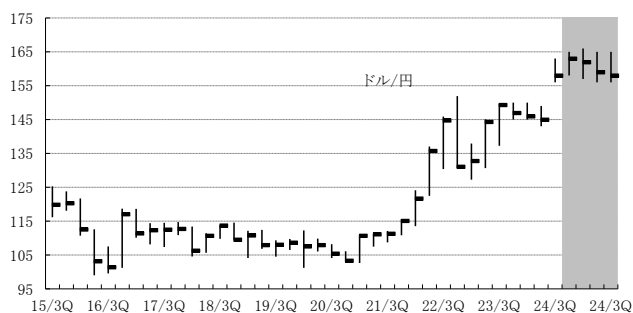
6月のドル/円相場も続伸した。円安修正を望むにあたって頼みの綱とも言えるFRBの利下げは着実に近づいており、日銀においても当面の引き締め方針が示されるなど円金利の先高観が示唆される状況にあるが、円高へ反転する兆しはない。年初来の需給環境を分析する限り、2022年や2023年と比べれば円売りに傾斜した需給構造は改善している。それゆえ投機的な動きが円安相場を主導している疑いは確かに強い。もっとも、その投機的な動きの1つに新NISA稼働後の「家計の円売り」も含んでいるとすれば、投機とは言え持続可能性は侮れないものがありそうである。既に投資信託経由の対外証券投資は年初5か月間で昨年実績を上回っており、こうした動きについて「円安とは無関係」と言い張るのは相当厳しい状況と見受けられる。兎にも角にも米国の利下げが求められる状況だが、6月FOMCのドットチャートでは中立金利の上昇が示唆されている。仮に「中立金利はもっと高い」という事実を認めるならば、今次利下げ局面で必要とされる利下げ回数自体が少なくなる。筆者は日米金利差拡大が円安の真因とは考えていないが、仮にそうであったとしても円安修正が難しい局面に入っている可能性には留意したいところだろう。目先の注目点は日銀が7月会合で量的引き締めと利上げの双方に踏み込むかどうかだ。インフレ税に喘ぐ日本経済の現状を踏まえれば、市場が期待するほど簡単な政策修正ではない。

片や、6月のユーロ相場は対ドルで軟化した。ECBは利下げに踏み切ったが、「追加利下げは簡単ではない」との思惑も熾っており、方向感が見出しづらい雰囲気もある。4月以降、ユーロ圏経済の底打ちを感じさせるデータが続いており、連続利下げのハードルは確かに低くない。スタッフ見通し改定などを念頭に「最も多くて3か月に1回」というのが今後想定される利下げペースだろう。この場合、確かに9月以降の利下げ着手を織り込むFRBと大差ない軌道であり、それゆえに欧米金利差に沿ってユーロ/ドル相場も膠着感を強めそうではある。もっとも、目先のユーロ圏で注目されるのは政治にまつわる材料だ。突如、解散総選挙の方針が発表されたフランス国民議会が下馬評通り、極右勢力に掌握されるとした場合、財政規律を巡って欧州委員会と衝突する懸念がある。現状のフランスは政府債務状況に関し、ギリシャやイタリアに次ぐ悪い状況にある。こうした状況下、EUの財政規律に反抗し続ければ、国債格下げに至る可能性は高く、それ自体がユーロ売りを招くという展開は懸念される。政治日程に照らせば、今秋にかけて域内の内輪揉めがユーロの売りを誘う可能性がある。

## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	140.80 ～ 161.27 (161.12)	156 ～ 163 (158)	158 ～ 165 (163)	157 ～ 166 (162)	156 ～ 165 (159)	156 ～ 165 (158)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1046 (1.0697)	1.06 ～ 1.10 (1.08)	1.05 ～ 1.09 (1.06)	1.04 ～ 1.09 (1.07)	1.05 ～ 1.10 (1.08)	1.06 ～ 1.11 (1.09)
ユーロ/円	155.10 ～ 172.39 (172.35)	168 ～ 175 (171)	168 ～ 175 (173)	166 ～ 174 (173)	167 ～ 175 (172)	168 ～ 176 (172)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内6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～止まる兆しの無い円全面安～

### 《円相場の現状と展望～実効相場で評価する大切さ～》

#### 「隠れ円安」の意味

6月の円相場も軟調地合いが続き、160円台に乗せた。こうした状況下、「隠れ円安」なる言葉も目にするようになってきている。厳密には6月19日付の日本経済新聞における「『隠れ円安』進行、英ポンド200円突破 及ばぬ介入神通力」と題した記事がそれだ。この「隠れ円安」という言葉は2023年11月および今年2月にも登場しており、周囲でも耳にすることがある。認知度は相応に高いように感じられる。しかし、「隠れ円安」と表現すると仰々しいが、これは要するに「実効円相場が下落している」という話である。本欄では需給構造の分析を通じて「実効ベースで円が下落しているのが本質であり、円安を『ドル高の裏返し』と理解するのは危険」といった趣旨の主張を重ねてきた。円安は決して「隠れ」ているわけではなく、単にメディアもアナリストも、ドル/円相場の議論に終始し、他通貨動向への関心が薄かったというだけの話であろう。毎月発表される実質実効為替相場（REER）と名目実効為替相場（NEER）で円は着実にその水準を切り下げてきた（NEERに関して言えば、国際決済銀行が日次データを公表しており、1週間に1度、5日分を更新している）。

本稿執筆時点では今年5月時点までの

REERおよびNEERが確認できる。水準で言えば、前者（64.45）は1967年1月以来、後者（71.48）は1990年9月以来の安値だ。物価調整後の前者が「半世紀（以上）ぶりの安値」であるため耳目を引きやすいが、物価調整前でも概ね「34年ぶりの安値」であり、この状況は既に昨年から出現していた。後者のNEER下落こそ新聞で報じられる「隠れ円安」の正体である。NEERが下がり続けた象徴的な結果が対ドルで160円、対ユーロでは170円、そして対ポンドでは200円という



節目到達なのであって、それ自体に大きな意味を見出すべきではない。特定通貨ペアに着目した議論が最初からミスリーディングなのである。実質にしる、名目にしる、実効相場の下落は「主要貿易相手国の通貨に対してすべからく下がっている状況」を意味する。

対ドル相場だけに執着する向きからすれば、それ以外の通貨に対する下落が「隠れ」ているように見えるのかもしれないが、今次円安局面では常に起きていた相場現象である（その意味で「隠れている」というよりも「見ていなかった」の方が正確な表現かもしれない）。だからこそ筆者は当初より「他通貨の傾向から円相場の動向を語るのではなく、円相場の傾向から他通貨の動向を語るべき」と主張してきた。その1つの解が今や為替論壇において花盛りとなっている国際収支の構造変化に関する議論である。

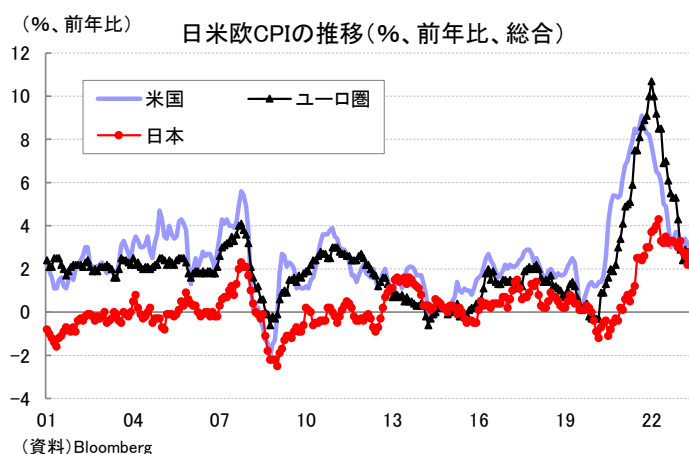
#### 問題は「隠れ円安」より相変わらず REER

今後、NEERの低位安定が解消するにあたってはFRBの利下げとこれに伴うドル全面安などが求められるが、これは相応に予想される展開ではある。ドル安の一環としてある程度円高へ揺り戻しが起き

ることは変動為替相場制である以上、予想できるものだ。だが、問題は「半世紀ぶりの安値」で推移する REER の行方である。これはドルを基軸とする名目相場の動向だけで解消する話ではない。理論的に大きな意味は無いが、今年 5 月時点における NEER に対する REER の比率（ $REER \div NEER$ ）を取ると 0.9017 となる（前頁図）。これは 1964 年 1 月に始まった現行統計開始以来で最低となる。REER の下落ペースが NEER のそれよりも大きい結果であり、言い換えれば日本の相対的なデフレーション状況を浮き彫りにしている。とすれば、今後、名目ベースで（ $\equiv$  NEER の世界で）円高相場が到来しても、REER の低水準がある程度放置されることは十分考えられる。仮に、1 ドル 140 円台まで円高が進んでも、対米国で見た日本のデフレーション状況が変わらない限り、REER が円高方向へ動くことは難しい。

とはいえ、筆者は今後、REER が円高に振れる可能性は高いと考えている。この点も過去の本欄では繰り返し論じてき点ではあるが、日本のデフレーション状況は外生的には円安・資源高で、内生的には人手不足で、明らかに解消へ向かっている。その上でインバウンド需要により財・サービスの値段が引き上げられている状況も重なっている。結果、日本国内の実質所得環境は毀損し、実質消費のクラウドイングアウトが起きているのは周知の通りだ。理論的に想定される REER 上昇という調整は日本のインフレによって実現する可能性が高いし、今、まさにそれが進行しているというのが筆者の基本認識である。

実際、過去四半世紀程度の消費者物価指数 (CPI) を見ても、日本が劣後していた状況が足許で解消に向かっているようにも見受けられ（図）、これが一過性なのか、それとも持続性を持ち得る現象なのかが注目される。今の日本経済で起きている各種現象を踏まえれば、現状の物価情勢は相応に持続性を持ち得る傾向と考えた上で REER の趨勢を注視すべきというのが筆者の立場だ。いずれにせよ、特定通貨ペアの動きだけにフォーカスして円安を騒ぎ立てるのではなく、大所高所に立った相場観を養う時期に来ているのは確かであろう。



## 《日銀金融政策の現状と展望～上がってしまった 7 月への期待値～》

### 正論も為替市場に届かず

日銀は 6 月 14 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を 0～0.1% 程度で現状維持とする決定を下した。事前報道で注目された長期国債の買い入れ減額、いわゆる量的引き締め (QT) に関しては方針自体が決定されているものの、具体的な金額や時間軸は 7 月 30～31 日の会合で詰めるという情報発信にとどまっている。利上げに対する言及もなく、QT 決定も先送りということで為替市場の初期反応は円売りで反応している。後述するように、展望レポートも兼ねた 7 月会合への期待値は否応なしに上がらざるを得ない。

もっとも、日銀が能動的に出せるカードが決して多くない中、ECB が見せるような予告型の運営で時間を稼ぐという今回のような一手は賢明にも思える。もちろん、植田日銀総裁が言うように「望ましい国債保有残高とか（それに対応する）超過準備の水準に到達するまでにはかなりの時間がかかる」というの

が実情であり、時間稼ぎの意図はなかったかもしれない。だが、今回何かを決めたところで為替市場はどの道、因縁をつけて円売りを進めたであろうから、小刻みに事を進めるが吉である。

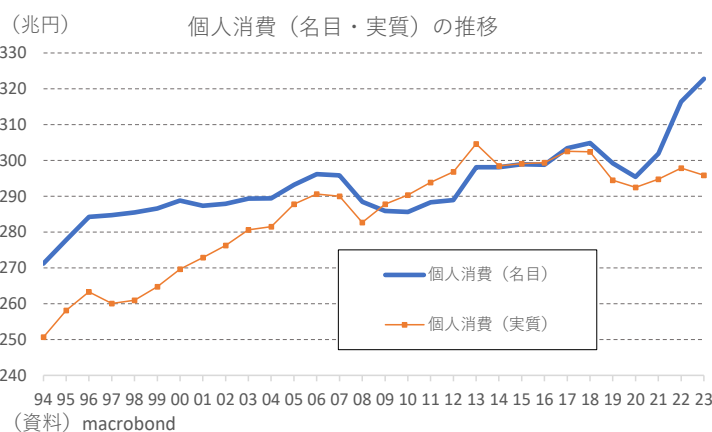
今回、声明文発表直後こそ円安は進んだものの、円安容認と受け止められた前回の反省が活かされ、総裁会見では慎重な物言いに終始し、ダメージ（円安進行）は最小限に抑えられた。難しい状況下、評価される立ち回りだったと考えたい。そもそも黒田前体制が「市場との対話」を頭から拒否し、無慈悲に国債購入を重ねてきた運営が各所に摩擦をもたらしてきたという経緯がある。これに対し、今回は「債券市場参加者会合」まで設けた上で慎重に進めようという話である。円金利の安定を考えれば評価されこそすれ、批判される筋合いはないだろう。もっとも、そのような正論は直情的な為替市場に通用しない。植田総裁は「(方針決定が) 短期的に 1 か月、2 か月後先になること自体のコストはそれほどない」と述べるものの、7 月会合が終わるまで、円売りに耐える時間帯はどうしても予想せざるを得ない。それが先送りの「コスト」になる。前回の為替介入より手前のレンジである 155～160 円で耐えられている間は、ぎりぎり「耐えられる」という判断になるのだろうか。

### 次回のハードルは「利上げ」と『相応の規模』の輪番減額

かねて本欄では懸念していた状況だが、やはり日銀金融政策決定会合は完全に円売りイベントと化してしまった。起こり得る展開は常に「現状維持であれば失望で円売り。追加引き締めでも催促的に円売り」という二者択一となっている。これはリーマンショック後の金融危機や欧州債務危機の最中で白川日銀が嵌まっていた「円高→追加緩和」のループそのものである。日銀がいくら利上げを重ねても政策金利が FF 金利に肉薄することは難しいのだから、日米金利差の大きさを理由とする円売りは止まりようがない。「何を出しても円売りになる」という意味で現状の円売りは因縁に近い。

差し迫った問題としては、今回先送りしたことで 7 月会合の期待値が上がってしまったという事実は無視できない。内田副総裁による「This is different」講演以降、7 月は「展望レポートと共に利上げ」という予想が強まっていた。それを合わせ見れば、現状の日銀が 7 月会合で「失望の円売り」を回避するためには「利上げ」と『相応の規模』の輪番減額の 2 つが求められる。果たしてこのハードルをしっかりと超えられるのかどうか。欧米が夏季休暇に入る前、最後にして最大の注目点である。

なお、「相応の規模」とは植田総裁の言葉だが、月間購入額は現行の方針で 6 兆円程度、5 月の実績が 4.5 兆円程度まで落ち込んでいる。ここから「相応の規模」の減額を見込むとなると、3～4 兆円というのが 1 つの市場目線になるだろうか。債券市場参加者会合を経た情報発信に注目したい。片や、利上げについてはスタグフレーションの色合いが強まっている日本経済の状況に照らして、どのような理屈を持ち出すのかも注目したい。例えば個人消費 1 つ取ってみても名目と実質の乖離がかなりはっきりしてきている(図)。市場が当然視するほど利上げの難易度が低い状況とは言えない。





## 円安修正のための戦術的目線：FRB と合わせる意識

日銀が現状の悪循環から脱するにあたっては FRB との疑似的な政策協調を演出するほかないだろう。端的には「FRB に合わせて日銀が動く」ということを意識することだ。4 月末から 5 月初頭にかけての円買い為替介入でピークアウトしたとはいえ、現状の為替市場では投機的な円の売り持ち高が今次局面における最高水準で推移している。常に利益確定のための口実を探している状況と言って差し支えない。この点、日米両極から対照的な政策決定がなされれば、最高の口実になるはずである。幸いにしようやく FRB の利下げ可能性も視野に入ってきたところであり、最速 9 月着手という声もあがっている。7 月 FOMC が 9 月利下げを予告するような内容で、尚且つ日銀が「利上げ」と「まとまった幅の輪番減額」という条件をしっかりと果たせば、投機的なポジションの解消に寄与する可能性は高い。それを金融政策と呼ぶかどうかは別の話だが（どう考えても通貨政策だが）、円安抑制のために FRB の政策運営と歩調を合わせることは戦術的には有効な状況と言える。

## 《米金融政策の現状と展望について～ようやく見え始めた利下げ可能性～》

### 利下げは最速で 9 月開始、遅くとも 12 月に着手

6 月 11 日から 12 日かけて開催された FOMC は現状維持を決定した。メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート、図）は年内利下げ回数（予想中央値）に関し、従前の 3 回から 1 回へ下方修正されている。6 月 7 日の米 5 月雇用統計が強含んだことからこうした織り込みは既に進んでいたが、直前に発表された米 5 月 CPI も考慮し

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

FOMC Date	2024	2025	2026	Longer run
Dec-22	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-23	4.625%	3.625%	2.875%	2.500%
Mar-24	4.625%	3.875%	3.125%	2.5625%
Jun-24	5.125%	4.125%	3.125%	2.7500%

（資料）FRB

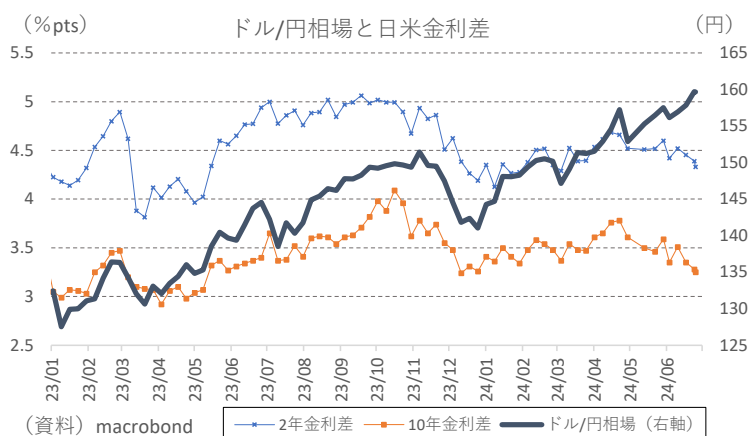
た上でドットチャートは評価すべきだろう。中央値こそ 1 回とはいえ、最も多い予想は 2 回の 8 人で、1 回は 7 人であった（ゼロ回が 4 人）。ドットチャートだけを見ればタカ派的な受け止めは多そうだが、FOMC 直前に発表された米 5 月 CPI が約 2 年ぶりの低い伸びとなった事実を解釈する時間が十分あれば、ドットチャートも 2 回が中央値になっていた可能性はある。

もちろん、それでも「3 回から 2 回」という修正で、「どちらかと言えばタカ派的」と受け止められた可能性も残るが、年内利下げ回数は 1 回ではなく「1～2 回」と幅を持った予想を軸にすべきだろう。実際、パウエル FRB 議長は 1 回にしても、2 回にしても「私にはもっともらしく見える」といづれの読みにも大差がないことを認めている。また、利下げの総回数自体を見ても「2026 年末までに 9 回」という点は前回から不変であるため、政策金利に対する姿勢が 3 月対比で根本的に変わったとは言えない。現に、FRB スタッフによる経済見通し（SEP）も 3 月と殆ど変わっていない。タカ派・ハト派のいずれにも偏っておらず、裁量を確保した上で引き続き経済指標次第で臨機応変な対応をするというのが FOMC の基本姿勢と考えるべきだろう。こうした中、強いて政策金利予想を示すならば、利下げは最速で 9 月開始、遅くとも 12 月着手だろうか。

## 中立金利上昇と為替見通しへの影響

政策金利見通しは元より、今回は中立金利が 2.6% から 2.8% へ上方修正されたことも注目点として挙

げられている。粘着的なインフレが続く米国経済の状況と合わせ見れば、潜在成長率が押し上げられており、これに割り当てられるべき政策金利も高いものへと変わりつつある疑いが持たれる。利下げを志向する現局面に絡んで言えば、「思ったほど利下げの総回数は多くないかもしれない」という思惑にも繋がってくる。さらに言い換えれば、米国経済の地力（潜在成長率）が想定以上に強いという判断でもあるため、



現行の政策金利水準を変えないこと自体にも合理性が備わってくるという読み方もできる。いずれにせよ、ドル/円相場の観点から述べれば、日米金利差の拡大を主因とする円売り・ドル買いに関しては根本的な修正が難しくなっている可能性を示唆しているとも言える。今年に入ってから円安・ドル高は決して金利差拡大に沿った動きとは言いづらいが（図）、そもそも利下げに至らない（至っても限定的）という未来を織り込んでいる可能性もある。

現状の米国経済に目をやれば、確かに中立金利が上昇している疑義は抱かれる。直近のCPIこそ下振れているものの、雇用・賃金情勢の逼迫が一般物価の高止まりに寄与している疑いは基礎的経済指標からも読み取れるところであり、昨年12月FOMC直後に「2024年は年6回利下げ」という前のめりの織り込みが進んでいたことと比較すれば隔世の感がある。当時本欄では6回は過剰であると考えていたが、3回程度は十分想定されるとは考えていた（それほど12月FOMCの急旋回は鮮烈であった）。

しかし、結局雇用・賃金情勢の逼迫度合いはさほど変わらず既に1年の半分が終わろうとしている。もちろん、インフレ収束の道のりは元々「bumpy（でこぼこ道）」とされていたので、利下げに向かって着実に進んでいるのであれば、それは長い目で見れば順当と言えるかもしれない。とはいえ、あまりにも利下げに至る時間が長すぎることもあって、「そもそも中立金利はもっと高いところにある」という疑惑も浮上している。そうだとすれば今次利下げ局面で必要とされる利下げ回数自体が果たして現状の「9回」のままで居られるのかどうかも今後の注目点となる。筆者は日米金利差拡大が円安の真因とは考えていない立場だが、仮にそうであったとしても円安修正が難しい局面に入っているように見受けられる。

## 《米通貨政策の現状と展望～杓子定規の限界～》

### 為替政策報告書と監視リスト復帰

6月20日には米財務省より半期に1度の為替政策報告書が公表されている。ここで日本が1年ぶりに「監視リスト」に復帰したことを円安材料と指摘する声も6月は多く見られた。しかし、実態を見れば見るほど、そのような解釈には無理がある。リスト入りの一報を受けて為替市場では反射的に「円買い・ドル売り介入が難しくなる」との連想が流布されているが、米財務省高官からは同日、「日本の最近の介入は政府によって公表されており、我々が懸念する通貨安の誘導とも反対方向だ」との見解が示され、問題視しない考えが明示されている。実際、報告書には今年4～5月の円買い・ドル売り為替介入を咎める文言はなかった。米財務省による為替政策報告書はあくまで不当な通貨安を通じ米国に競走上の不利益を強いる各国政策を阻止することを企図している。通貨安に悩む国が制裁対象であるはずもないし、な



りようもない（後述するように確かに対米黒字は大きい、日本企業による米国経済への貢献は大きい）。

今回、日本が「監視リスト」へ復帰した最大の理由は 2023 年の経常収支黒字が 3 基準のうちの 1 つに抵触したためである。おさらいしておく、報告書は 3 つの基準を設けており、2 つに抵触すれば「監視リスト」、3 つに抵触すれば「為替操作国」という運用がなされている。3 つの基準は以下の通りだ（調査対象となるのは米国における財・サービス貿易の輸出入総額上位 20 か国・地域、下表）：

- ① 対米貿易黒字の規模：年間 150 億ドル以上の財・サービス貿易黒字額があること
- ② 経常収支黒字の規模：GDP 比 3%以上の経常収支黒字。もしくは GDP 比 1%以上の現在の経常収支と長期的経常収支の間の乖離があること
- ③ 為替介入の規模：持続的で一方的な為替介入を行っていること。具体的には、過去 12 カ月間のうち 8 カ月以上の介入かつ GDP 比 2%以上の介入総額があること

今回、日本は①と②に抵触したことで「監視リスト」対象国となっている。過去を振り返ると 2016 年 4 月の「監視リスト」導入以降から 2022 年 6 月まで、日本は①と②の条件に抵触してきた。昨年の報告書はパンデミックや戦争を受けた一時的な貿易収支赤字の急拡大に影響を受けた 2022 年の経常収支を評価対象としていたため、①の条件が一時的に外れていただけである。日本以外でリストに入ったのは中国、台湾、ドイツ、マレーシア、シンガポール、ベトナムで、日本以外は前回と同じ面々であることを思えば、それだけ日本の経常収支が外的ショックに脆弱である実情を映しているようにも思える。ちなみに中国は通関記録と経常収支が不一致という統計の正確性について初めて言及があった。

#### 監視リストを巡る三条件の現状（色付きは監視リスト対象国、24年6月時点）

	ドル買い・自国通貨売り 為替介入	経常収支			
	対GDP比	対GDP比 (%)	過去3年間の 変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対米貿易黒字 (10億ドル)
カナダ	0.0%	-0.6%	1.4%	-13	40
メキシコ	0.4%	-0.3%	-2.7%	-6	153
中国	0.5-▲0.1%	1.4%	-0.3%	253	254
ドイツ	0.0%	6.1%	-0.4%	273	86
英国	0.0%	-3.3%	-0.4%	-110	-16
日本	0.0%	3.6%	0.6%	151	62
韓国	-0.6%	2.1%	-2.5%	35	41
アイルランド	0.0%	9.9%	16.0%	54	5
インド	0.2%	-0.9%	-2.2%	-32	50
オランダ	0.0%	10.1%	5.0%	113	-57
スイス	-16.7%	7.7%	7.3%	68	0
フランス	0.0%	-0.8%	0.8%	-23	16
台湾	-0.4%	13.9%	-0.6%	105	48
シンガポール	7.1%	19.8%	3.2%	99	-28
ベトナム	1.5%	5.8%	1.5%	25	103
イタリア	0.0%	0.5%	-3.4%	12	46
ブラジル	0.6%	-1.4%	0.5%	-31	-23
オーストラリア	-0.1%	1.2%	-1.0%	21	-32
タイ	-0.6%	1.4%	-2.8%	7	40
ベルギー	0.0%	-1.0%	-2.4%	-6	-16
マレーシア	-2.3%	1.3%	-2.9%	5	25
ユーロ圏	0.0%	1.6%	0.0%	254	107

（資料）米財務省、（注）対米貿易黒字、経常収支、介入額等は「23年12月までの1年間（4四半期）」を対象としている。

## 経常収支黒字を責められる筋合い無し

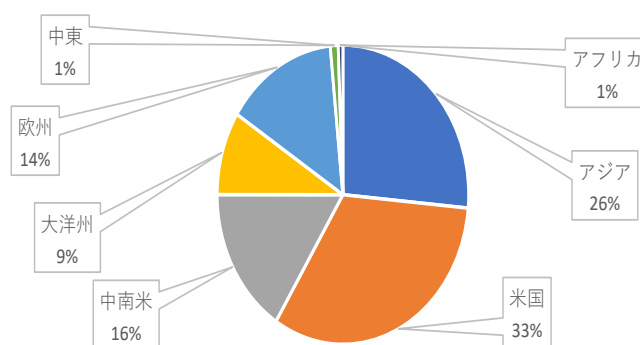
経常収支黒字が復元したことで再び「監視リスト」対象国になったわけだが、本欄では執拗に議論してきた通り、日本に関し「統計上の黒字」をクローズアップし過ぎることはミスリーディングの極みである。経常収支黒字のほぼ全てが第一次所得収支黒字であり、その大きな部分が外貨のまま国外へ残り、それゆえにキャッシュフロー（CF）ベースで見れば経常収支赤字になっている可能性すら疑われるのが今の日本だ。昨年春に筆者が提起したこの問題意識は今や様々な場所で検証されるに至っているが、「実際の CF がど

れほどか」ということについて議論は様々あるにせよ、『統計上の黒字』を額面通り受け止めるのは危うい」という点に異論は少ない。しかも、国・地域別に言えば、日本の約+35 兆円にのぼる第一次所得収支黒字に関し、最大の源泉は米国である。2023 年を例に取れば、米国からの黒字は 33% で 2 位のアジア全体（26%）と比べても相応に差がある（図）。第一次所得収支黒字は過去の投資の「あがり」であるから、それだけ日本が米国に投資してきたことの証左と言える。

かかる状況下、こと米国に関して言えば、日本の経常収支黒字に感謝することはあっても、批判する理由は乏しい。「監視リスト」の条件として①の基準は日本に限って言えば不備があると言わざるを得ない。もちろん、対米貿易黒字については色々な議論があり得るが、その黒字項目の多くを稼ぐ自動車産業こそ、米国に対する大きな投資家になのだから「対米貿易黒字だから不当」という単純な話にはなり得ない。米国における外資系企業の雇用者数、雇用者報酬、いずれ

で見ても日本のシェアは 2 位だ（図）。同国の雇用・賃金環境に対する貢献は非常に大きい。

第一次所得収支黒字（国・地域別、23年）



（資料）財務省

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

## 為替介入に関する表現

ちなみに「Japan」の項の締めの部分には「Treasury's expectation is that in large, freely traded exchange markets, intervention should be reserved only for very exceptional circumstances with appropriate prior consultations」と為替介入へのけん制とも取れる文言がある。これは今年 5 月の G7 におけるイエレン米財務長官の「各国が介入することは可能だ。より根本的な政策変更を伴わない限り、必ずしも機能するとは限らないが、介入を行うのであれば、ごくまれであるべきで、貿易相手国に伝達すべきだと考える」といった発言と整合的だ。当時は同発言が日本へのけん制と解釈され円安が進む時間帯もあった。確かに、不当な通貨安誘導ではない以上、為替政策報告書の趣旨に照らせば問題にならない

かもしれないが、「為替市場は自由に取引できる市場であるため、介入は控えるべき」というロジックに沿えば、いずれの方向であれ介入は容認されそうにないと為替市場が解釈する可能性はあるし、実際に今回はそうなったようにも見える。

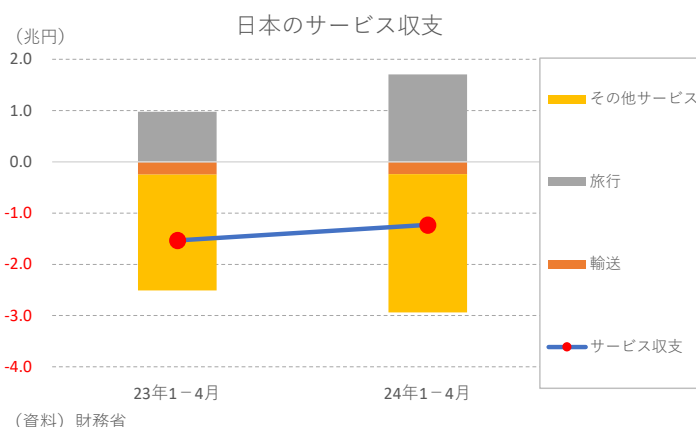
### トランプリスクなど

今後のリスクはイエレン財務長官が同様の発言を繰り返すことは元より、仮にトランプ氏が当選した場合の展開だろう。上述してきたような日本の「監視リスト」入りの背景をトランプ氏が正しくする理解することはまずないであろうから、誤解に基づいた日本への批判は危惧される。そもそも為替市場についてトランプ氏の定見は怪しいものがあるため、日本の為替介入に対しても無理解に基づいたけん制を発する可能性はある。しかし、事実として日本の対米黒字が大きいことを捉え、強い言葉で批判を展開する可能性は高く、その流れで円高への誘導を促すような発言などは想定される。例えば日銀の利上げを催促するような挙動はいかにも予見される。無理な利上げがかえって投機的な円売りを焚きつけてしまうことは周知の通りだが、無いとは言えない展開である。今回の為替政策報告書自体を不安視する必要はないが、米政府高官の発言と繋げて曲解され、取引材料に使われる動きは今後警戒すべきだろう。

## 《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…～》

### その他サービス収支赤字、初の1兆円台へ

本邦 4 月国際収支統計は経常収支に関し、+2 兆 505 億円と相応の黒字が確保された。例によって非常に大きな第一次所得収支黒字（+3 兆 8328 億円）に支えられた結果である。しかし、貿易サービス収支に目をやると▲1 兆 3830 億円と今年 1 月に次いで年初来 2 番目に大きな赤字を記録しており、サービス収支が▲7215 億円と年初来で最大の赤字を記録したことが目に付く。そこで 1～4 月合計のサービス収支を



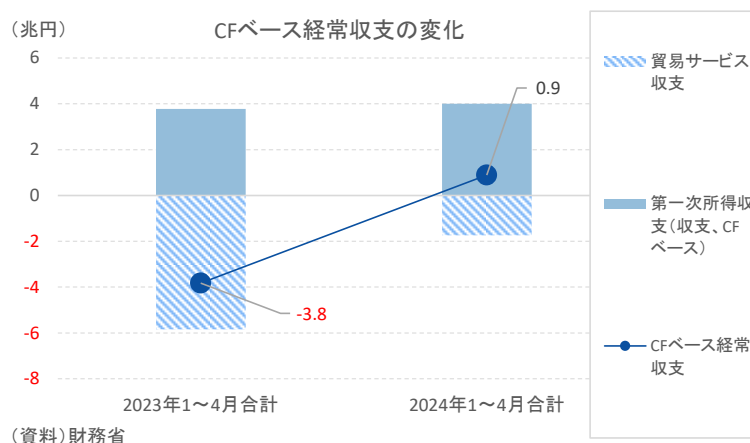
見ると、旅行収支が前年比 1.8 倍の黒字（+9749 億円→+1 兆 7064 億円）を稼ぎながら、元々巨大だったその他サービス収支の赤字も拡大（▲2 兆 2596 億円→▲2 兆 6969 億円）していることから、サービス収支赤字も小幅改善（▲1 兆 5324 億円→▲1 兆 2307 億円）にとどまっていることが分かる。4 月単月のサービス収支を詳しく見ると旅行収支が+4467 億円で過去最大の黒字、輸送収支が▲541 億円の赤字となっている一方、その他サービス収支が▲1 兆 1141 億円で過去最大の赤字を記録している。本欄で「新時代の赤字」と形容して注目してきたその他サービス収支の赤字だが、単月で 1 兆円台に乗せるのはこれが初めてである。これまでその他サービス収支の赤字は 2021 年 4 月（▲9231 億円）が最大で、その次が 2022 年 4 月（▲9043 億円）だった。こうして見ると 4 月に何らかの季節性があるのかもしれない。

4 月をさらに詳しく見れば、その他サービス収支の構成項目のうち、大きく赤字を拡大したのは知的財産権等使用料（前月比▲1101 億円）、通信・コンピューター・情報サービス（同▲1075 億円）、研究開発サービス（同▲1875 億円）であった。このうち例えば知的財産権等使用料を詳しく見ると、構成項目であ

る産業財産権等使用料の受取が大きく減っており、大手自動車メーカーの不祥事に絡み、海外生産から受取るロイヤリティ収入が抑制されている可能性などが推測される。一方、通信・コンピューター・情報サービスや研究開発サービスは純粋に支払部分が拡大したことで赤字が広がっている。これらの背景を把握することは難しいが、近年の日本が抱えるサービス取引国際化の遅れ、一言で言えば「新時代の赤字」が拡大傾向を強めているとも読める。

## CF ベースで見た需給は改善中

もっとも円相場の需給構造が著しく円売りに傾斜していた 2022 年や 2023 年といった局面と比較すれば、足許の状況は明確な改善が認められる。筆者が試算する CF ベース経常収支は今年 1～4 月時点で約+0.9 兆円で、前年同期の約▲3.8 兆円からははっきり改善している。図示される通り、CF ベースで見た第一次所得収支黒字は約 +4 兆円で去年も今年も変わっていないが、資源価格の落ち着きを背景に貿易収支赤字が急縮小したことで CF ベース経常収支自体は大きく改善している。



現状、再投資収益などを含め数字が固まっていない部分もあるため、現時点のイメージはあくまで仮の姿だが、昨年や一昨年と比較すれば、「需給で円売り」とは徐々に言いづらい地合いではある。

こうした需給環境にもかかわらず、年初来のドル/円相場は一時 160 円を突破するなど騰勢を強めた。これは何故か。要因は 1 つではないだろうが、①投機的な円売り持ち高の積み上がり、②昨年までのラグ、③崩れない米国の実体経済といった 3 点から円安相場が支えられていると筆者は理解している。特に②に関しては 2022～23 年、貿易収支赤字が累積で▲30 兆円に達していたこともあり、2024 年にずれ込んでいるフローも相当あると推測される。片や、円買い材料は日銀の微々たる利上げ幅くらいであることから、軟調な円相場が続くこと自体に違和感は小さい。為替市場の全てが国際収支から得られる需給イメージで捕捉できるはずもなく、現状では金融政策やこれに伴う金利動向に即した価格形成が優先されていると整理したい。また、「需給で円売り」とは言いづらいと述べたが、「需給で円買い」というわけでもない。2022 年や 2023 年と比べれば需給構造の円売り傾斜は限定されているものの、総じて得られるイメージは「均衡」であり、大きく円買いに傾斜しているわけではないことは押さえておきたい。

とはいえ、目先の見通しを策定する立場からすれば、投機的なフローや昨年までの貿易収支赤字の残滓が円安を駆動しているのだとすれば、その持続力はそれほど長いものにはならない可能性は気にせざるを得ない。2022 年や 2023 年のような何もかもが円安を肯定する雰囲気は少しずつではあるが、変わりつつある。問題は FRB の利下げが行われた時に「どこまで戻れるか」である。この点、せいぜい「均衡」を保っている需給構造だけでは過去のような円高相場は期待できないというのが筆者の基本認識である。

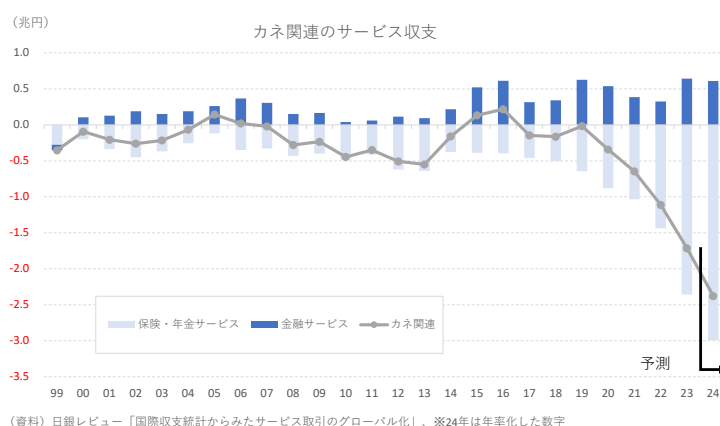
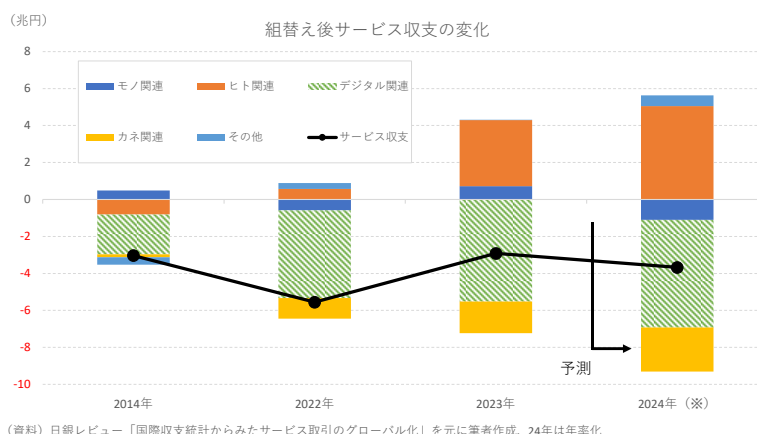
## 「旅行 vs. デジタル&金融」の構図は続く

CF ベース経常収支の全体像は上述の通りだが、本欄で定期的にチェックしているモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の5分類で見たサービス収支についても現状把握しておきたい。1～4月合計のサービス収支赤字は▲1兆2244億円で、旅行収支を主軸としてヒト関連収支が+1兆6827億円と大きな黒字を記録する一方、デジタル関連収支が▲1兆9401億円、カネ関連収支が▲7928億円とまとまった赤字を記録しており、引き続き「観光サービスで稼いで、デジタル・金融サービスに払う」という構図が続いている。仮に、このペースで各項目が年末まで推移した場合、サービス収支赤字は前年比で若干拡大するだろう。なお、ヒト関連とデジタル関連に比べて話題に上がりにくい、海外への再保険支払いなどに起因するカネ関連サービスの赤字拡大ペースはかなり早いもので、例えば昨年1～4月は▲4691億円だった。今年の赤字幅はその約1.7倍になる。ヒト関連収支も約1.7倍（9826億円→+1兆6827億円）になっているが、昨年1～3月期が水際対策の最中であつたことを踏まえれば当然である。カネ関連収支の赤字拡大ペースが続けば、デジタル関連収支に次ぐ脅威となる可能性がある。

現時点の数字をベースにして年率化した場合、ヒト関連収支の黒字は約+5兆円に達する一方、デジタル関連収支の赤字は約▲6兆円、カネ関連収支の赤字は約▲2.4兆円にそれぞれ達する。そのほかモノ関連収支は約▲1.1兆円の赤字、その他収支が約+5900億円の黒字になると試算すれば、サービス収支は約▲3.7兆円の赤字に着地する計算になる。もちろん、サービス収支の核項目には季節性もあるので、1～4月合計を年率化しても正確な数字にはならないが、サービス収支が内包する外貨流出圧力は決してデジタル関連収支だけの話ではなくなっている点に留意したい。

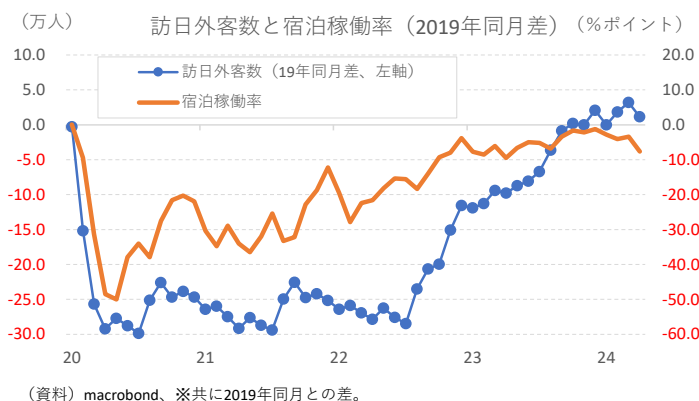
## 不穏なインバウンド関連統計

こうしたサービス収支の現状を踏まえると、日本経済にとって稀少な外貨獲得経路である旅行収支は失速が許されない状況と言って良い。上記試算に基づけば、2024年中にデジタル関連収支とカネ関連収支の合計で▲8兆円以上の赤字に達する可能性がある。これは2023年に記録した史上4番目に大きな貿易収支赤字（約▲9.4兆円）に肉薄する額であり、ヒト関連収支の黒字によって極力、赤字を打ち返す必要がある。国際収支統計に限らず、日々報じられる猛烈なインバウンド需要にまつわる報道を踏まえれば、まだまだ伸び代が大きい印象も抱かれるところだろう。しかし、足許の関連統計を見る限り、そうとも言えない不穏な雰囲気はある。例えば日本政府観光局（JNTO）の発表する「訪日外客統計」によ





れば今年4月分は+304万2900人と2か月連続で300万人を超えている。背景として桜の開花時期が重なったことや、ラマダン明けで海外需要が増えたことを指摘する向きが目立ったが、訪日外客数の増勢が衰えていることはまだ指摘が少ない。図に示されるように、パンデミック直前である2019年同月と比較した場合、昨年からの増勢は横ばいであり、ここにきて失速の可能性も検討される状況にある（それでも旅行収支黒字が増えているのは



円安によって円建て受取額が膨らんでいるからである）。これは宿泊稼働率を見ても同様で、上昇こそ続いているが、2019年同月の水準に達することなく、やはりその勢いは削がれつつある。円安もあってインバウンド関連の消費・投資意欲にまつわる定性的な情報は「価格」の面では印象に残りやすいものの（高額消費など）、パンデミック前を凌駕するほどの「量」（旅行者数や宿泊状況）があるわけではない。

### 旅行収支黒字はいつまでも増え続けない

かねて本欄で論じているが、いくら国際的に見て日本の観光サービスが「安い」からと言って、急増する需要をさばき続けるだけの供給が日本にはもう無い。社会全体が苦しむ人手不足の中でも、とりわけ悲惨なのが宿泊・飲食サービスであり、いずれ供給制約を背景として旅行サービスの輸出は停滞し、黒字の頭打ちが視野に入る。もちろん、目先である2024年に関しては旅行収支黒字が+4～5兆円台という未踏の領域に入り、これを持て囃す報道が支配的になるだろう。

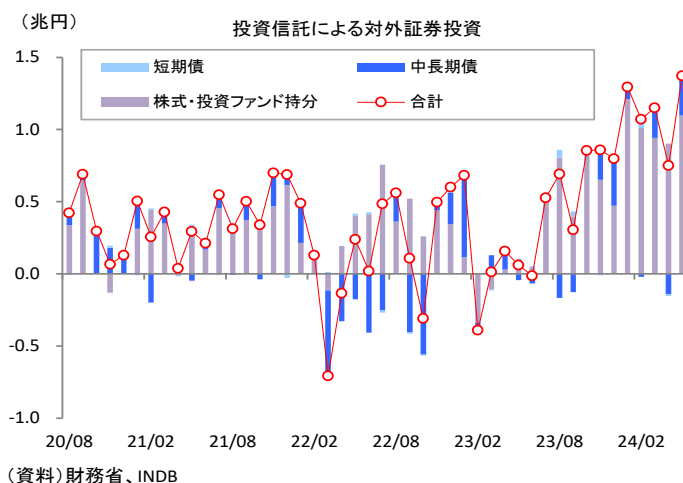
問題は旅行収支黒字が頭打ちになる一方、その他サービス収支赤字は拡大し続けるという構図が今以上に浮き彫りになった時だ。デジタルや金融に関するサービスは容赦なく当該国の名目賃金上昇を反映して値上げが行われ、従前からの円安も相まって、日本からの支払超過（＝赤字）は大きくなりやすい未来が予想される。過去の本欄でも議論したように、今後、日本の統計上の経常収支が赤字化することは考えにくいものの、サービス収支が主導する格好で貿易サービス収支の赤字拡大が続き、CFベースで見た経常収支赤字が慢性化するような展開は十分考えられる。このまま円安が新常态として日本経済に根付いていくのだとしたら、そうした新しい外貨流出の動きが寄与している部分も大きいと考えられる。

### 《メインシナリオへのリスク点検～「皆やっているから」の怖さ～》

#### 遂に2023年通年分を超えた「家計の円売り」

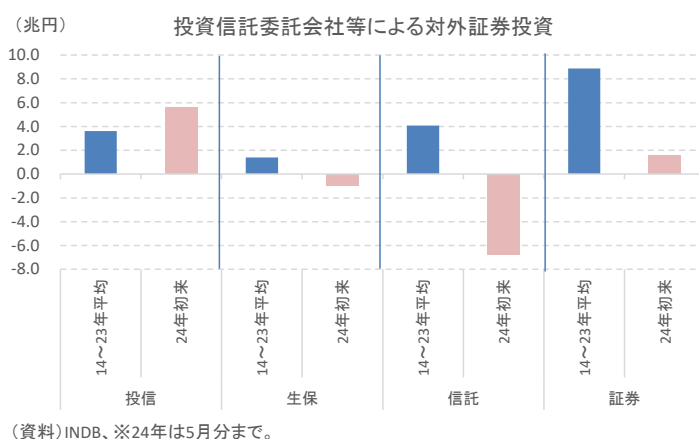
本欄のリスク点検では再三論点に挙げているが、やはり「家計の円売り」の挙動は怖いものがある。6月に発表された5月の「対外及び対内証券売買契約等の状況（月次・指定報告機関ベース）」によれば、新NISAを受けた「家計の円売り」を反映する投資信託委託会社等（以下投信）は+1兆3719億円の買い越しで今年1月に記録した過去最大の買い越し（+1兆2937億円）を更新している。これで投信経由の買い越し額は年初5か月合計で+5兆6389億円に達しており、2023年通年（+4兆5447億円）を超えたことになる（次頁図）。このままいけば2024年の仕上がりは優に+13兆円を超えることになる。通年統計で見た場合、2014年から2023年の10年平均が+3兆6111億円、パンデミック直前となる2015年

から 2019 年の 5 年平均が+3 兆 6456 億円という実績だった。2023 年通年はこうした過去の平均値と比べれば大きな買い越し実績だったわけだが、その数字をもってしても 2024 年の着地見込みには遠く及びそうにない。文字通り別次元であり、後述するように日本の新常態と言える。年初 5 か月間に関し商品別に見ると、短期債が+1210 億円、中長期債が+3545 億円、そして株式・投資ファンド持ち分が+5 兆 1634 億円の買い越しで、推定される通り、その殆どが海外株式への投資だ。いずれにせよ「年初来の円安相場に関係が無い」と考えるのはかなり難しい規模と言える。



## 新しい円売り主体の誕生

こうした過去に類例を見ないハイペースの投信経由の対外証券投資が新 NISA 稼働に伴う新常態とすれば、一過性ではない恒常的な動きとしてその影響を客観的に捉え直す必要がある。仮に 2024 年通年の仕上がりが増+13 兆円を大きく超える場合、日本から海外への対外証券投資に関し、従前の機関投資家を遥かに凌ぐ円売り主体が生まれたと見ることもできる。為替市場で頻繁に注目される他部門に関して 2014 年から 2023 年の 10 年平均を見ると生命保険会社が+1 兆 3987 億



円、年金運用の動きを反映する信託銀行（信託勘定）が増+4 兆 880 億円、金融商品取引業者（証券会社）が増+8 兆 8688 億円であった。ちなみに年初来 5 か月に関して言えば、生命保険会社が▲9587 億円、信託銀行（信託勘定）が▲6 兆 7556 億円の売り越しとなる一方、金融商品取引業者は+1 兆 5527 億円の買い越しであった。投信の+5 兆 6389 億円が非常に大きいことが良く分かる (図)。定量的な裏付けを示せないものの、他の部門と比べて為替ヘッジ比率が低そうなことも投信の円売りの特徴だろう。

## 無慈悲な売りを続ける家計

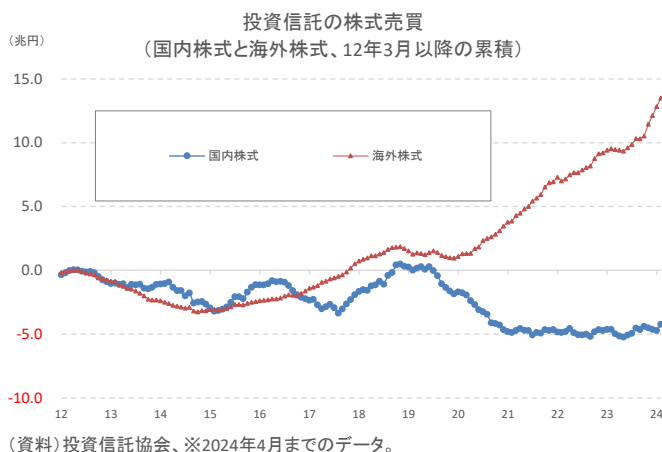
財務省の計数のほか、投資信託協会の統計からも「家計の円売り」の強さを把握することができる。ここでは投信経由の株式売買動向について国内と海外を区別した上でその動向を把握できる。次頁図に示すように、家計部門が投信経由で積極的に円売りに加担するという構図は最近 1~2 年で始まったものではなく、2020 年前後から顕著に定着している構図である。ちょうど 4 年程前から国内株式と入れ替えるように外国株式が買い求められている。そこへ非課税枠を追加したのだから、眼前の動きは必然の帰結と言えるだろう。一瞥して分かるように、2024 年に入ってから明らかにそれまでのトレンドが変わって

おり、鋭角的な増勢に転じている。「一過性ではない恒常的な動き」という印象はやはりある。

歴史的に為替市場では生命保険会社の年度運用動向、端的には外債投資方針が相場の潮流に影響を与える存在として注目されており、今でも半期ごとに発表される各社運用方針は相応の注目を集めている。また、アベノミクス初期には年金積立金管理運用独立行政法人

(GPIF) を筆頭に資産運用方針の積極的な修正(株式や外貨建て資産への傾斜)が注目を集め、信託銀行(信託勘定)の動向が円安を駆動

する存在として注目を集めていた。今回はそうした部門別対外証券投資の歴史に投信が加わったと見ることもできる。しかし、非課税枠を背景として無慈悲に毎月決まった額の外国株式を買い続けるという投信の動きはその規模もさることながら、持続可能性の面からも過去の投資主体とは異なる側面もある。信託銀行(信託勘定)の円売り・外貨買いも公表済みのポートフォリオの比率に到達した後は自然と収束していった。投信に同じような合理的な判断が期待できるだろうか。



### 「皆がやっているからやる」の怖さ

理屈の上では家計部門のリスク許容度が許す限り、投信の円売りは続くことになる。この点、国際分散投資という必ずしも合理的な判断から運用資金を動かすわけではない家計部門は「皆がやっているからやる」という空気感で投資行動を持続させる可能性もあるだけに、底知れぬ怖さがある。日本が抱える最大の円安リスクと言って差し支えないと筆者は考えている。例えば流行りのオルカンへの投資は国際分散投資なのだろうか。もちろん、そうした考えの下で投資を進める人々もいるだろう。だが、多数派は「証券会社の売れ行きランキングで上位だから買った」というのが実情ではないのだろうか。国際分散投資を謳いながらオルカンの6割超が米国株であることをどれほどの個人投資家が認知しているだろうか。「皆がやっているからやる」の結果が為替や金利市場にオーバーシュートをもたらす警戒心は抱いた方が良いように思える(オルカン自体が優秀な金融商品だとしても、である)。

今後の話をすれば、FRBが利下げすれば日米金利差の観点から円高が期待できるのは事実としても、米国株式にとっては一段と追い風になるという側面もある。そうした中、新NISAの枠にとどまらず米国株式購入に伴う「家計の円売り」は増えるかもしれない。とすれば、「金利差は縮小しても円安が続く」という地合いに日本人が寄与する可能性も否めない。いずれにせよ、後に歴史を振り返れば、機関投資家級の存在として家計部門が浮上してきたのが2024年という年になるのではないか。

## ◆ ユーロ相場の見通し～利下げ局面と共に訪れる欧州政治の季節～

### 《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～利下げ局面に入った ECB～》

#### 利下げ局面入りの宣言

ECB は 6 月の政策理事会で主要政策金利を ▲25bp 引き下げることを決定した。利下げは 2019 年 9 月以来、4 年 9 か月ぶりとなる。既にスイスやスウェーデンなど先進国中銀の利下げプロセスが始まっているが、ECB もこれに加わった格好である。預金ファシリティ金利は 4.00% から 3.75% へ、主要リファイナンスオペ金利は 4.50% から 4.25% へ、限界ファシリティ金利は 4.75% から 4.50% へ引き下げられる。本欄でも再三述べてきた点だが、最初の記者からは「利下げのコミットが早過ぎたのではないのか」という指摘があった。これについてラガルド ECB 総裁は質疑応答の中で「先行きにおける全体的な我々の自信 (overall our confidence in the path ahead)」が過去数か月で高まったゆえに利下げに踏み切ったと断じており、結果としてフォワードルッキングに情報発信してきたことの正しさを強調している。もちろん、今後に関してはデータ次第である旨を添えているが、利下げ局面 (the dialing-back phase) に入った可能性について「可能性は高い (There's a strong likelihood)」と言及している。ペースはどうあれ「次の一手」が利下げであることは陰に陽に会見を通じて認められたと言える。

#### 利下げペースは？

注目の利下げペースに関しては、下馬評通り、スタッフ見通しが改定される会合 (projection round meetings of the Governing Council) を節目と考えているのかという質問が見られている。ラガルド総裁は「それだけとは限らない」と言質を与えていないが、現実問題として「多くの情報が入手可能になったから利下げした。今後の決断にも多くの情報が必要」といった趣旨を連呼している以上、3・6・9・12 月が政策修正のタイミングとして選ばれやすいのは間違いない。もっとも、今回の ECB スタッフ見通しを見る限り、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は 2026 年に入らないと 2% 近傍には落ち着いてこない。そうした中、3・6・9・12 月という刻みで順当な利下げが可能なのかは相当に疑わしいようにも思える。現に、声明文の中では「We will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim」と政策金利の高止まりを正当化するような表現も残っており、「最も多くて 3 か月に 1 回」というのが ECB の利下げペースと受け止めておけば良いように思える。これは 9 月以降の利下げ着手を織り込む FRB と大差ない軌道であり、それゆえに欧米金利差に沿ってユーロ/ドル相場も膠着感を強めている印象がある。今回の会見はタカ・ハト両面のバランスを取った印象が強かったが、域内金利やユーロ相場の反応を見る限り、どちらかと言えばタカ派と受け止める向きは多そうである。

#### 試される ECB の賃金想定

当然予見された反応ではあるが、会見では「賃金が過去最高にまで加速しているのに利下げを行った理由を説明して欲しい」と質す記者が現れている。同じ記者はかなり踏み込んでおり、「ECB は年後半の賃金低下を予測しているが、追加利下げに際してはその低下を確認する必要があるのか」と重ねている。これに対し、ラガルド総裁は「利下げを下す前に deflation のリズムを確認することを期待していた」と現状の物価情勢が強含んでいることを認めた上で、最近の賃金の騰勢がドイツを筆頭とする一部の国の一時的要因 (2021～23 年に失われた購買力を取り戻すための一時的な協定) に引きずられたものであり、2025 年以降に持続性を持つような要因ではないとの分析に言及している。よって、「2024 年末に向けて

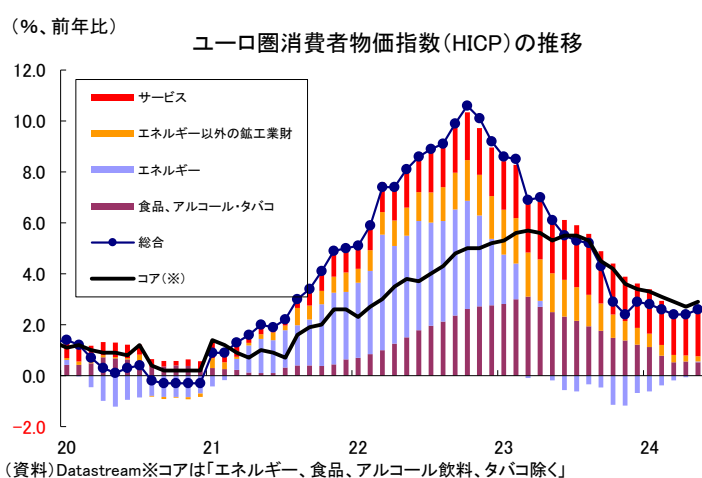
賃金の下がり、2025年には賃金が大幅に下がる」というのが ECB のメインシナリオであり、だからこそ利下げ軌道に入ったことは正しいという基本姿勢を改めて確認している。こうした分析は ECB ブログにおけるスタッフ分析でも展開されており、相応に説得力はある。

いずれにせよ ECB は今後の賃金低下にかなりの自信を持っており、今後は毎月発表される HICP のサービス部分や求人広告の賃金、および 3 か月に 1 度公表される妥結賃金、そして年後半に公表開始が予告されている ECB 賃金トラッカーなどを踏まえながら、ECB の仮定を検証する作業がそのまま ECB ウォッチの確度を高めることに繋がっていきそうである。

## 《ユーロ圏経済の現状と展望～利下げと齟齬もある強い指標～》

### サービスの強さが全体をけん引

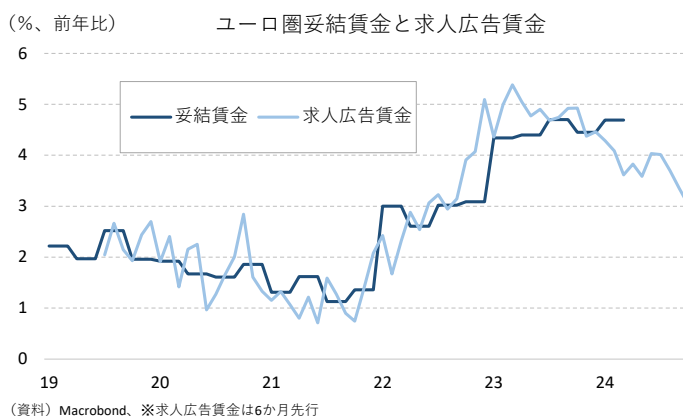
ユーロ圏 5 月消費者物価指数 (HICP) は前年比+2.6%と同+2.4%だった 3 月・4 月から加速し、市場予想の中心 (同+2.5%) も上回った。変動の大きなエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースも同+2.9%と前月の同+2.7%から幅を持って加速し、名目賃金との関連性から特に注目されるサービスも同+3.7%から同+4.1%に加速している。この辺りは昨年来の妥結賃金統計が強いことと平仄が合う。寄与度を見ても+2.6%のうち+1.8%ポイントがサー



ビスであり、基本的には雇用・賃金情勢の逼迫が HICP の押し下げを妨げている状況が分かる。ちなみにサービスの加速は 11 か月ぶりで、図から得られる印象は「底打ち」である。また、今回はエネルギーが同+0.2%と 2023 年 4 月以来、13 か月ぶりにプラスの伸びを確保したことも目を引いた。仮に、ECB が FRB よりも早いペースで利下げする構図が定着した場合、ユーロ安経由で域内のエネルギー価格は騰勢を強めるだろう。全体として、利下げ局面に入った ECB にとって気持ち悪さの残る仕上がりと言える。

### 強いサービスは ECB の想定範囲

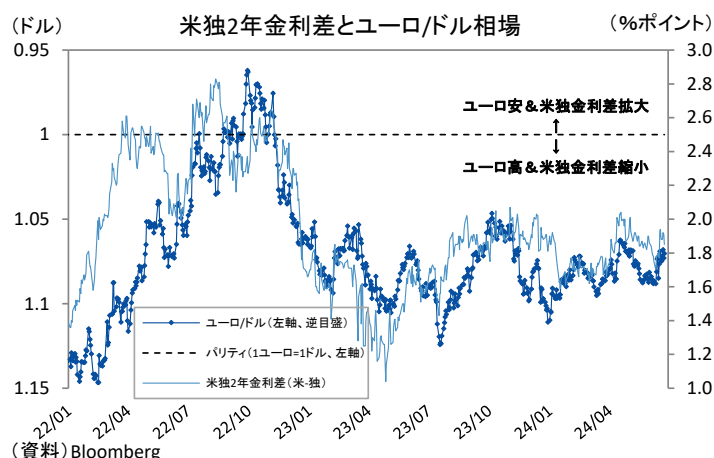
もっとも、上述したように、ECB は賃金が景気鈍化に即応して減速するとは元々考えておらず、サービス主導で HICP が上振れることについては「想定範囲内」と分析している。実際、強い賃金・物価統計にもかかわらず 6 月利下げは実施されており、直ぐに揺らぐ可能性も決して高くないだろう。例えば、HICP 発表直後、センテノ・ポルトガル中銀総裁が「5 月にインフレが若干加速することはすでに分かっていた。予想





を少し上回る加速だった。大きな乖離ではない」と述べたことが報じられている。恐らくこうした姿勢が政策理事会の総意に近いのだろう。注目は7月以降の利下げの「有無」ではなく「ペース」であり、シュナール ECB 理事が日経新聞のインタビューで示唆していたように、スタッフ見通しが改定されるタイミングで（即ち3か月に1回というペースで）「多くの情報が入手可能になり判断に至った」との大義と共に利下げがあるのかどうかに注目したい。今のと

ころ、「確認可能な求人広告から得られる妥結賃金のイメージに沿って利下げは順次可能」進めていけるというのが ECB のメインシナリオと思われる（前頁図）。実際、現在の名目賃金ひいてはサービスの騰勢は一時金動向を受けたもので潮流の変化ではないという ECB の弁は一応の説得力がある。こうした中、為替市場に目をやれば、6月に続いて年内2回弱（9月・12月）の利下げが見通されている。それでもユーロ相場が底堅いのは FRB も ECB 同様、年内2回弱という利下げ織り込みが進んでおり、欧米金利差の観点から膠着感が強まっているという状況が指摘できる。予測期間中、欧米金利差の顕著な変化が見込まれないとしたら、ユーロ/ドル相場も方向感に乏しい展開を予想することになる。



## 《欧州政治の現状と展望～フランス政局と金融市場～》

### 現状、フレグジットは市場の先走り

6月はユーロが大きく下落している。既報の通り、マクロン仏大統領は6月9日に議会解散を決定し、来る6月30日に初回投票、7月7日に決選投票が行われる。現在のフランス国民議会には2022年6月に選出され、任期は5年ゆえ、半分以上（3年）の猶予を残しての解散総選挙ということになる。注目度の高さはひとえに極右首相の誕生がかかった選挙であるためだ。大統領は親 EU、首相は極右（≡反 EU）という最悪の組み合わせが同国の内政混乱、最終的には EU における遠心力の強まりに繋がるとの見方からユーロが手放されている。常に極端なシナリオを織り込もうとする金融市場では2009年以降に繰り返されてきた欧州債務危機の記憶から「極右・極左政党の国政入りは EU/ユーロ離脱懸念に直結」との連想を抱きやすく、今回もフランスの EU 離脱（フレグジット）懸念が浮上している。

もっとも現状、そうした懸念は市場の先走りである。確かに、2017年5月および2022年5月のフランス大統領選挙では極右政党・国民戦線（FN）のマリーヌ・ルペン党首が反 EU の旗印の下、移民排斥やユーロ脱退を主張して戦った経緯がある。特に、2017年は接戦であり、前年のブレグジット、トランプ大統領当選に続き「3度目のまさか」がある



のではないかと注目を集めた。しかし、2017年の選挙で敗退したルペン氏は2018年、過去のイメージを払しょくする意味合いを込めて党名を「国民戦線（FN）」から「国民連合（RN）」に改称し、イメージ改変に努めてきた。現在のRNは極右政党でありながら、フREGジットやユーロ離脱を前面に押し出すような極端な主張を展開しておらず、あくまで実現可能性の範囲内でその主張を重ねている。そもそも「極右政党が既存政党を追いかける」という構図だった2017年や2022年と違って、今回は極右政党（RN、党首はジョルダン・バルデラ氏）が立ち回り次第で議会の過半数を押さえられそうな状況にある。非現実的な主張で耳目を引く必要性は無い。足許では確かにフランス国債の対独スプレッドが急騰しているが（図）、2015年のギリシャ、2017年のフランス、2018年のイタリアなど、過去に国政選挙とユーロ離脱可能性がセットで注目されていた時代と比べれば全く現実的な問題ではない。現状、フREGジット懸念自体は市場の先走りである。もっとも、「極右が勝利する」という一点に限って言えば、当時とは比較にならないほど可能性が高まっているため、後述するような内政運営の混乱を懸念した国債売りという文脈ならば理解できる。

### 危機感のストッパー、今回は期待できず

フランス議会の総議席数は577議席、過半数は289議席である。本稿執筆時点で確認できる英フィナンシャル・タイムズ紙の世論調査に基づけばRNは「235～265議席」の獲得が見通されており、単独過半数は難しいが、他の保守政党と連携することで多数派形成は可能という状況にある。議会が極右勢力に制圧される一方、大統領は中道右派という「ねじれ」（Cohabitation：コアビタション）に陥るとするのが現状のメインシナリオだ。マクロン大統領は極右台頭への危機感を煽ることで抗戦しているものの、不法移民の排斥を掲げ、反EU路線を全面に押し出したフランス第一主義はパンデミックと戦争、その結果としての高インフレで疲弊した世論にしっかりと刺さっており、趨勢を覆すのは難しそうである。

過去の国民議会選挙や大統領選挙においては極右台頭への危機感がストッパーとなり、初回投票で敗北した候補の支持者が大統領支持に回ることも多かった。フランスに限らず、多くの加盟国で極右・極左が台頭した際も最終的には自制心が発揮されてきた。しかし、今回は様相が異なる。第一党になるであろうRNに対し、他の極右政党や中道右派政党が連携を模索する可能性が報じられている。もちろん、RNが第一党になっても、連携交渉が上手くいかず、過半数を押さえる会派が誕生しないという極めて不安定な展開もあり得る。現時点でシナリオを決め打ちするのは難しい。

### 既に浮上するEUとの戦い

当面の金融市場はどうなりそうか。フランス国民議会の解散決定後、ユーロ相場が急落しているのは最も極端な展開（フREGジット）を材料視している結果と思われるが、フランス政局が材料として台頭した初期反応でもあり、徐々にトーンダウンすることを予想したい。再三述べているように、欧州債務危機以降、金融市場が何度も経験してきたEU政治の危機と比べれば、今回のRNがEUやユーロからの離脱という尖鋭的な主張を展開しているわけではなく、行き過ぎた懸念は不要である。

今後、フランスについて懸念されるのはそうした極端な展開ではなく、財政ルールの適用などを巡ってフランス国民議会が欧州委員会と鞘当てを始める展開だろう。こうした状況の中、フランス国債の格下げが利回りを押し上げ、これを見てユーロ売りが強まるという地合いがしばらく続く可能性はある。

フランス政治の中心はあくまで外交・国防を司る大統領だとしても、内政は首相と閣僚が司る。その首

相・閣僚の任命権並びに議会の解散権を大統領が持つ以上、大統領から首相へのけん制は常に効いた状態ではある。しかし、その議会が提出する法案に対し大統領は拒否権を持たない。ここに政局が流動化しやすい余地がある。例えば、RN はウクライナ戦争からは極力距離を取るべきとの立場だが、国防はあくまでマクロン大統領の所管であり、ここに大きな変化は見込まれない。一方、内政に関するテーマとして EU の財政ルール（例えば安定成長協定）への反発やこれに伴う拡張財政路線の強弁、移民規制の強化などは考えられる。象徴的な政策として付加価値税の引き下げは公約として掲げられているが、当然、パンデミックで毀損した財政状態を踏まえれば、EU の規則（≒SGP）とはバッティングが予見される。

この点、6 月 19 日には欧州委員会がフランスとイタリアなど加盟 7 개국（フランス、イタリア、ベルギー、スロバキア、マルタ、ポーランド、ハンガリー）について域内の財政規則を超える財政赤字を抱えているとして、是正措置である過剰財政赤字手続き（EDP: Excessive Deficit Procedure）の開始を欧州理事会（EU の最高意思決定会合）に勧告している。この点に絡むリスクは別途後述する。

ちなみに、RN ばかりに注目が集まるが、これに次いで高い支持を得る左派勢力（統一会派）も最低賃金見直しなど拡張財政路線を押し出している。左右両極が国民の歓心を買うためにばら撒きを主張する状況にある。こうした勢力が議会運営を仕切るようになった場合、親 EU に身を投じてきたマクロン大統領にとっては承服しかねる展開であり、一部で浮上する辞任観測も根拠が無い話ではない。

## 2027 年までは波乱なしが基本

なお、RN やこれと共闘する勢力が最終的に狙うのは議会掌握も去ることながら次期大統領の椅子だ。途中辞任せずともフランス大統領は三選禁止であり、2027 年にはマクロン大統領は退任し大統領選挙が実施される。EU の歴史を紐解けば欧州委員会に対して過激な要求を展開して選挙に勝利した政権の多くが、経済・金融情勢の混乱を通じて短命に終わっている。2027 年の大統領選挙で勝利したいのであれば、これから生まれるだろう極右中心の議会であっても大きな無理は避けると考えられる。

もちろん、今回のフランス政局流動化はユーロ相場にとって愉快的な材料ではないが、底割れを促すような材料として騒ぐのは行き過ぎにも思える。もちろん、長い目で見れば、欧州議会の選挙結果を見る限り、ドイツ、フランス、イタリアといった主要国のほかオーストリアも極右の伸びが著しい。長い目で見れば、EU の政策運営が右傾化し、内向きになっていく兆候の始まりという見方は可能である。

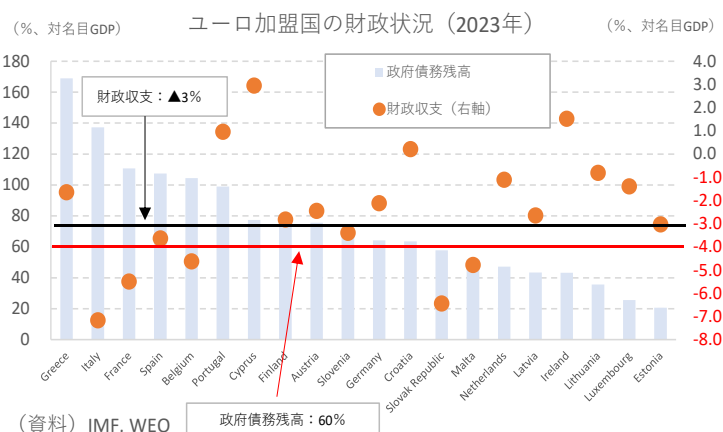
## 欧州委員会、7 개국に是正勧告、原則のおさらい

もっとも、欧州委員会とフランス極右勢力がうまくやっていけるのかという不安は残る。6 月 19 日、欧州委員会はフランスとイタリアなど加盟 7 개국（フランス、イタリア、ベルギー、スロバキア、マルタ、ポーランド、ハンガリー）が域内の財政規則を超える財政赤字を抱えていることから、是正措置である過剰財政赤字手続き（EDP: Excessive Deficit Procedure）の開始を欧州理事会に勧告した。上述したように、拡張財政路線を主張するフランスの RN が議会を掌握する展開が視野に入中、金融市場としては無視できない問題に発展する恐れがある。

フランスの 2023 年の財政赤字（対名目 GDP 比）は▲5.5%でイタリア、スロバキアに次ぐ 3 番目の大きさ、政府債務残高は 110.6%で、欧州債務問題の常連であるギリシャ、イタリアに次ぐ大きさとなる。マーストリヒト基準（名目 GDP 比で財政赤字▲3%以内、政府債務残高 60%以内）からは大きく逸脱している。前者の▲5.5%は政府計画では▲4.9%だったもので、そもそも違反している状態からさらに逸脱

したことで今年5月末には米大手格付け会社が同国格付けをAAからAAマイナスへ引き下げたという経緯がある。本稿執筆時点では、総選挙を経て第一党になることが見込まれるRNや統一会派を組む極左政党は拡張財政路線という点で一致しており、付加価値税の撤廃や年金改革の棚上げ（支給開始年齢引き上げや支給金額自体の引き上げなど）が主張されている。親EU派のマクロン仏大統領との対立は元より、欧

州委員会を挑発するような政策運営が格付けの不安定化を招き、利回りを通じて域内金融市場を混乱に陥れるという展開はどうしても懸念せざるを得ない状況と言える。もちろん、EUとの対立を避け、現実路線に努めてきた極右政党であるメローニ首相率いるイタリアもEDP手続きを履行するの否かが注目される。政治日程に照らせば年内は欧州の政治リスクが市場で断続的に意識される展開が予想され、ユーロ相場にとっては想定外の重しになりそうである。



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](mailto: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。