

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2024 年 8 月 1 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～想定された持ち高調整～

日銀金融政策の現状と展望～問題は次の利上げ以降～	P.3
米政治情勢の影響をどう考えるか～米大統領選挙、現時点の解釈～	P.5
円相場の需給環境について～問題は投機が去った後～	P.7
メインシナリオへのリスク点検～インフレ税がテーマ化される怖さ～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～ECB は利下げ路線に自信～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～「賃金は必ず下がる」という自信～	P.13
フランス政治情勢の現状と展望～極右敗れるも懸念は残る～	P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

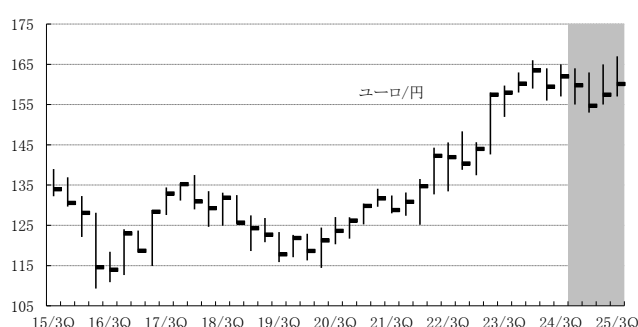
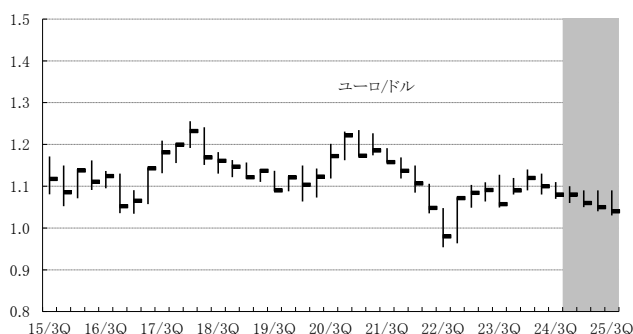
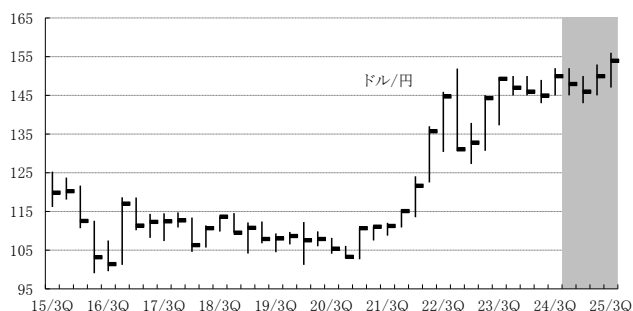
7月のドル/円相場は急落した。今次円安局面で最大規模まで膨れ上がったショートポジション、実勢相場と日米金利差の乖離、そしてキャッシュフロー(CF)ベース経常収支の顕著な改善が揃っていた2024年初来の円相場の状況を踏まえれば、投機的な持ち高調整の動きは不可避であった。調整幅こそ予想以上であったが、7～9月期の「押し目」は元より想定していた展開である。7月に直面したような持ち高調整は過去2年間では最大のものであり、今後何度もあるわけではない。但し、依然としてポジションが円ショートに傾斜した状態はあるため、同じことがあと1～2回程度起きるための「燃料」はまだ一応残されていることは留意したい。7月公表文を額面通り受け止めれば「展望レポート」ごとに日銀の利上げを想定することになるため、しばらくは類似の動きは警戒されるものの、投機の円ロングにはコストもかかるため持続性には疑義もある。あくまで筆者が強調したいのは、今後訪れる円高局面はあくまで今後長きにわたって続く「円安時代における円高局面」という大局観だ。その際、従前議論を重ねてきた国際収支構造の変容を踏まえる限り、円高局面が100円や110円への回帰を意味するわけではない。「時代」と「局面」という時間軸を分けて丁寧な議論を進めるべきであり、目先の値動きで構造的な議論が糊塗されるようなことがあってはならない。リスクシナリオとしてインフレ税が意識される展開は依然注意を要する。

片や、7月のユーロ相場はやや強含んだ。7月の政策理事会でECBは連続利下げを見送っており、域内のインフレ率もサービスを中心に底堅く推移している。ECBのウォッチする求人広告から得られる賃金イメージも当面かなり強いものになりそうであり、利下げを急ぐ現状にはない。しかし、ラガルドECB総裁は名目賃金の減速傾向について自信を覗かせており、年内2回程度の利下げは予見される。政策理事会後の会見を踏まえる限り、2025年以降の名目賃金の下落についても確信に近い自信を示しているため、予測期間の後半においても利下げ局面が続き、ユーロ相場を押し下げるとの想定が無難だろう。懸案のフランス政治情勢については、新政権とEU(≡欧州委員会)の折り合いが悪くなりそうな状況は比較的高確率で訪れそうであり、今のフランス財政の状況を踏まえると、波乱なくこれを乗り切れるのかはかなり微妙な情勢と言える。組閣すらままならない本稿執筆時点では見通しが立てづらい状況であり、まずは「どこまで公約実現に拘泥するのか」が金融市場の争点となる、仮にフランス国債格下げなどに至れば、ユーロ売りが強まる懸念が残る。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～7月(実績)	8～9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 ～ 161.96 (149.44)	145 ～ 152 (150)	145 ～ 152 (148)	143 ～ 150 (146)	145 ～ 153 (150)	147 ～ 156 (154)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1046 (1.0828)	1.07 ～ 1.11 (1.08)	1.06 ～ 1.10 (1.08)	1.05 ～ 1.09 (1.06)	1.04 ～ 1.09 (1.05)	1.03 ～ 1.09 (1.04)
ユーロ/円	155.10 ～ 175.42 (161.80)	157 ～ 165 (162)	155 ～ 164 (160)	153 ～ 163 (155)	155 ～ 165 (158)	157 ～ 167 (160)

(注) 1. 実績の欄は7月31日までで、カッコ内8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～想定された持ち高調整～

《日米金融政策の現状と展望～問題は次の利上げ以降～》

円高地合いでも利上げ

注目された 7 月 30 日から 31 日にかけて行われた日銀金融政策決定会合は政策金利である無担保コール翌日物金利を従来の 0～0.1%程度から 0.25%程度に引き上げた。また、前回会合で予告されていた国債購入の減額計画に関しては、現行の月間 6 兆円程度を出発点として四半期ごとに▲4000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1～3 月期には 3 兆円程度まで圧縮する道筋が示された。「金利」・「量」共に事前報道通りである。その後のドル/円相場急落は植田日銀総裁の発言を受けた部分が非常に大きく、やはり政治的な催促との関連性を疑わざるを得ない。

会合前のみずほマーケット・トピック 7 月 18 日号では「日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ」と題したプレビューを行い、「円安が修正されているので利上げの必要性が薄らいでいる」のではなく、「円安が修正されているからこそ、為替と結びつけずに利上げの説明がしやすい」との立場から淡々と正常化を進めるのが王道と説き、利上げ予想としていた。この点は 7 月 29 日のブルームバーグ報道でも「利上げがあるとみている。大きな円安トレンドからの転換点になる可能性はある」とコメントしている。日銀が表立って口にできる利上げの理由ではないものの、円安抑制と取られないタイミングも今回の利上げを相応に後押ししたのではないかと察している。

「個人消費の弱さ」は認められず

今回、「個人消費の弱さ」が鮮明になる現状を踏まえ、「賃金と物価の好循環」を理由にした利上げは困難と言われていた。この点、筆者は円安経由の物価高が GDP の名実格差を生んでいる以上、「個人消費の弱さ」は利上げを見送る理由ではなく、むしろ利上げの理由になるといった趣旨を論じてきた。会見で植田総裁は「消費はすごく強いわけではないが、日銀の消費に関する指数を見ても底堅いという判断をしている」、「実質金利が低い中での少しの調整なので、景気に大きなマイナスの影響を与えるものではない」、「賃金や物価が上昇している中での動きなので、経済や物価がこれを契機に減速するとは必ずしも見ていない」と述べ、+15bp 程度の利上げで腰折れするような消費意欲ではないことを確認している。端的に言えば、今回の利上げは「緩和的な金融環境の調整」であって「引き締め」ではないため、目先のデータだけが決定要因になるわけではないということだろう。こうした強弁を今後の GDP の仕上がりを踏まえても続けられるかどうかは注目したい。

世界的に見ても、金利調整を主とする金融政策運営において 0.25%はスタート地点である。そこへ帰するための 15bp 程度の利上げをそこまで深刻に捉える必要はないというのが実情だろう。また、今回は政府・与党の高官から利上げを要請するような発言が大々的に取り上げられていた。これまで「政治的に利上げは容認しづらい」という論点が日銀の利上げを難しくしているとの思惑は常にあったため、政治資源を損なうことなく利上げに踏み切れるという状況は歴史的に見ても好機でもあった。

真の問題は 2 度の利上げ（マイナス金利解除および今回）を経て一部の住宅ローンが上昇するなどその影響が実社会で可視化される中、自民党総裁選や解散・総選挙といった時期に重なっても追加利上げができるのかどうかである。

ドル/円相場への含意～投機的な円ロングの持続性～

追加利上げに関しては、公表文の最後のパラグラフで「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、今回の『展望レポート』で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と明記されている。額面通り受け止めれば、次回 10 月の展望レポート時点で「日銀のメインシナリオから大きく乖離が無いのであれば追加利上げ」という読む筋合いにある（裏を返せば、9 月は様子見だろう）。今回、会合後に円相場が急伸しているのは、こうした声明文や「0.5%（の政策金利）が壁として意識されるか」といって、とくに意識していない」といった総裁発言が大きそうである。こうした日銀の政策姿勢は円ショートポジションの巻き戻しを行う上で絶好の口実になっていると思われる。その上で FRB の利上げを 9 月および 12 月と見込むのであれば、本稿執筆時点での円ショートポジションの蓄積が依然として非常に大きいことも踏まえ、少なくとも金利差という観点に限って言えば、年内は円高・ドル安が正当化されやすい。だが、投機筋の立場からすれば、円ショートと違い円ロングには金利差分のコストが乗ってくる以上、その持続性に限界があることは付記したい。

また、需給環境は改善が続いているとはいえ、キャッシュフローベース（CF）経常収支が均衡状態にあること、新 NISA を受けた「家計の円売り」が年間 13～14 兆円に及びそうなことなどを踏まえ、現在の勢いに乗って今次円安局面の起点である 110 円付近まで見据えるのは現実的ではない。今次円安局面（約 110 円～約 160 円）と考えた場合、半値戻しは 135 円となる。今後 1 年でそこまで押すかどうかは米国の利下げペース次第だが、需給環境はそれを許さないだろう。また、利下げペース自体も大統領選挙の行方に依存する部分が大きい。メインシナリオとして第二次トランプ政権を前提とすれば、リフレ色の強い経済政策の下、利下げはさほど行われず、日米金利差縮小も限定的というのが筆者の想定となる。

需給環境が円売りに傾斜し、金利差縮小も限定される中、今後 1 年で 140 円を割り込むのは難しいというのが本欄の立場だ。来たる次の円安局面を念頭に置けば、FRB が利下げ局面にある間に、できるだけ利上げで金利差を縮めておきたいという日銀の胸中もあり得る。もちろん、これに伴う実体経済へのダメージは懸念されるところであり、簡単な話ではない。しかし、円安経由の輸入インフレが実質成長率をはっきり抑圧する姿がこの 2 年で明らかになっており、言明しないまでも、円安対策としての利上げは（その効果の大小はさておき）今の日本経済に必要な措置になっている。いずれにせよ、今年 5 月の内田副総裁による「**this time is different**」講演以降、本欄では日銀の利上げは「2 回」と見越してきたところであり、今回の利上げは何らサプライズとは考えていない。

FOMC は波乱なし

一方、日銀金融政策決定会合の同日程に行われた FOMC は現状維持を決定した上で、パウエル FRB 議長が会見で「9 月の利下げ開始もありうる」と明言したことがハイライトだった。これらの展開は金融市場の想定に沿ったものであり、全く波乱の無いイベントとして通過している。本欄の想定としても 9 月および 12 月が 2024 年の利下げ想定であったため、シナリオに対する影響も無い。

FRB の政策運営に絡んでは、やはり当面の FRB の政策運営は大統領選挙との距離感が注目される。今回の記者会見でも「トランプ前大統領は、FRB は選挙間近に利下げするべきではないと言った。9 月の利下げでも非政治的であり続けるのか」と質す記者も現れている。この点、パウエル議長は「選挙の結果に基づいて政策を決定しようとは決してしない。私たちは非政治的な組織だ。政治には一切関与しな

い」と一蹴しているものの、金融市場はこの点を執拗に注目し続けるだろう。本稿執筆時点では、米国発の材料が金融市場にもたらす影響は経済・金融情勢は元より、政治情勢の趨勢から何を汲み取るかの方が重要になっている。米政治情勢の影響をどう考えるかという点については次項で詳しく議論する。

《米政治情勢の影響をどう考えるか～米大統領選挙、現時点の解釈～》

分裂を印象付けるバイデン撤退

米国大統領選挙まであと3か月を切ろうかというタイミングの6月末から7月いっぱいにかけて、事態は激動の局面を迎えた。この金融市場への影響を問う声は日増しに大きくなっているため、現時点の情報を元に筆者なりの見解を整理しておきたい。最近1か月強を振り返れば、日本時間6月28日に開催された両党候補によるテレビ討論会は現職であるバイデン米大統領の衰えを露呈するイベントとなり、この時点で本番を待たずにトランプ氏の勝利が既定路線になった。その上で、7月13日にはトランプ氏が選挙活動中に銃撃を受け、間一髪で一命を取り留めるという衝撃的なニュースも飛び込んできた。「死線を潜り抜けた大統領候補」というストーリー性がトランプ氏の追い風になる中、市場ではトランプ氏勝利後のリフレトレードを織り込むような動きも見られた。こうした中、米国時間7月21日、バイデン大統領は選挙戦から撤退することを突如発表した。テレビ討論会以降、党内の要人や支持者からもバイデン撤退を促す報道が毎日のように伝えられ、戦わずして降参したという展開である。

バイデン大統領は公認候補としてカマラ・ハリス副大統領を支持・推薦する考えを示しており、党大会を経て確定事項となる。報道ではカリフォルニア州知事のギャビン・ニューサム氏、ペンシルベニア州知事のジョシュ・シャピロ氏、ミシガン州知事のグレッチェン・ホイットマー氏なども言及されている。今後1か月弱、8月19日に始まる民主党大会に向けて党内の大統領候補を巡る戦いが展開されることになる。基本シナリオはバイデン大統領の推すハリス副大統領であり、若さや女性であるという事実は強みとも指摘される、実際、トランプ氏の支持率に拮抗する状況が生まれつつある。とはいえ、本番まで3か月しかない現状で候補者が絞れないという事実は民主党の分裂を印象付けている。

市場の胸中は変わらず

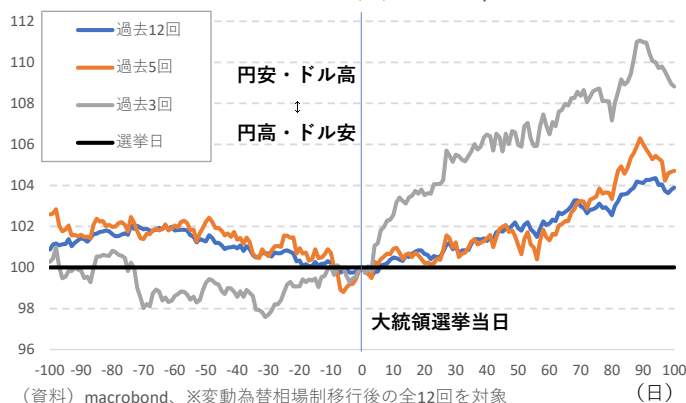
現状を市場はどう受け止めているか。かなり微妙な情勢と言える。撤退報道後の金融市場の動きは穏当なものにとどまっております、支持率で言えば、トランプ氏がハリス氏をリードする構図が続いている(図)。本稿執筆時点では断続的にハリス副大統領の支持率リードを報じる向きもあれば、依然としてトランプ氏の優勢を伝える報道もある。少なくともバイデン大統領で戦うよりは勝算が高いというのは間違いなく、この点で「トランプ氏勝利を前提とするリフレトレード」が失速している面は否めない。本欄のシナリオにとっては円安水準の修正を強いる材料であり予測期間にわたって円高方向へのバイアスが強まる。



現状では、まだトランプ勝利シナリオが優勢と仮定した上で今後の展開を整理しておく、為替市場にとって決定的に重要な通貨・金融政策に関して言えば、通貨政策はドル安、金融政策も緩和路線が支持されそうである。しかし、そうした思想と共に奔放な発言を重ねた 2016～2020 年の前政権時代、FRB は利上げを重ねて米金利は上がり、ドルも上昇した。トランプ氏が何を言おうと金融政策が変わるわけではないし、通貨政策は結局、金融政策に規定される。いくらトランプ氏がドル安への

選好を示しても、実行されそうな政策が軒並みリフレ色に彩られている以上、そう簡単に通貨・金融政策はハト派方向に動けないと考えるのが基本だ。こうしたトランプ氏の分かりやすいイメージに加え、年初の本欄でも議論したように、そもそも大統領選挙後のドル/円相場は勝利政党にかかわらずドル高・円安に振れやすかったという史実も考慮する価値がある（前図）。こうした状況を踏まえ、「米大統領選挙は円安再起動の契機になる」というのが筆者の年初からの想定である。

（選挙日=100）米大統領選挙前後（※）のドル/円相場



側近人事で政策思想が可変的？

もっとも、2016 年 11 月の時も「万が一、トランプ大統領が当選すればリスクオフムードと共に株は急落し、円相場は急騰する」と言われていた。しかし、実際には当選結果を受けてドル/円相場も株価も急騰した。理由は上述した通り、トランプ政権の経済政策は物価・賃金情勢を押し上げるという側面が意識されたためだった。今回は市場予想の中心が、強いて言えば、「トランプ再選でインフレ圧力再燃、よって米金利とドルは上昇」となっているだけに、そうならないリスクも気にしたいところではある。

現実的に考えて、そのリスクはあるのか。確かに、トランプ氏の政策（追加関税や移民排除など）は逆に不況を招き、金利や物価を押し下げるといふ声もある。しかし、可能性の大小で言えば、金利や物価を上方向の方が大きいことについて異論は少ないだろう。また、例えばブレーン次第で政策運営は変わるという声もある。常々言われていたことだが、トランプ氏は経済政策について定見があるようでないという疑いが強い。筆者が 7 月に話した米大手機関投資家の幹部からは「トランプ氏は非常に良く話を聞く人」という評を耳にした。まさに「定見が無い」ということだろう。だとすれば、(名前は挙がっているものの) まだ明らかになっていない大統領経済諮問委員会 (CEA) 委員長や財務長官といった経済政策にまつわる側近人事の陣容次第でトランプ政権の方向性も変わり得る。インフレ抑制が急務の米国社会の現状を踏まえれば、トランプ氏の高圧経済的なポリシーミックスを推奨しないブレーンが用意される可能性も無くはない。とはいえ、何が起きるか分からなかった前回と違って今回は 4 年間の執政実績がある。米国第一主義を掲げるトランプ氏の基本姿勢が大きく変わるとは考えにくい。その姿勢に沿って側近の人選も進められ、大きな想定外は生じにくいと考えるのが現状では基本に思える。

前回も利上げ局面、今回は利下げ局面という決定的な差も

なお、前回のトランプ政権は利上げ局面での執政だったが、仮に次回政権を執ることになれば、それは

利下げ局面での執政になる。そもそも前提が違うので前回とは違ったドル相場になるというシンプルな見方もあり得る。トランプ氏の挙動とは無関係に米金利低下とドル安が淡々と進むというのがエコノミストとして一番真つすぐな予想かもしれない。ちなみに在任期間中、トランプ氏は「基本的に私は低金利が好きだ」と会見で述べ注目されたことがあった。これは当時が利上げ局面でトランプ氏の志向とは齟齬があったゆえ、半ばあてつけのような発言であった。だが、今回は利下げ局面であり、むしろ「FRB 利下げ→低金利→ドル安」という一点だけを捉えれば、ファンダメンタルズとトランプ氏の政策信条は合致する。通貨・金融政策とトランプ氏の信条が重なればドル安という潮流に繋がるだろう。

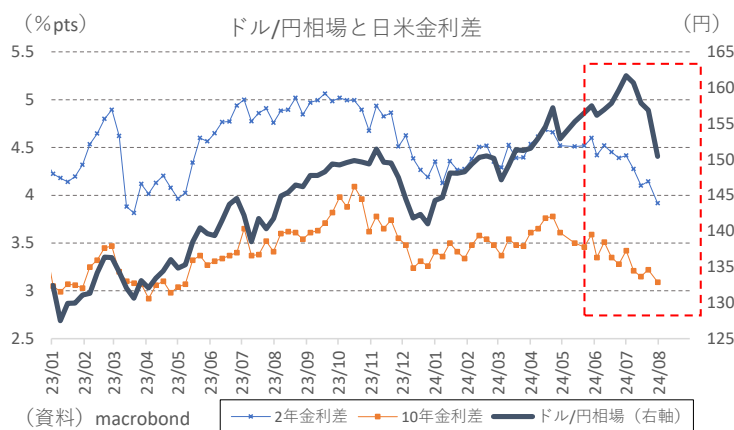
しかし、繰り返しになるが、大前提となる「FRB の利下げ」によってトランプ氏の経済政策運営が最大の障害となりそうなのが一番問題なのである。減税や拡張財政、移民制限などを繰り出す限り、米国の雇用・賃金情勢は逼迫するしかない。かかる状況下、FRB の利下げが難しくなり「トランプ政権を前提とすればドル高」と考えておくことがメインシナリオで問題ないだろう。

ちなみに、トランプ氏が当選したからと言って急に関税が上がったり、移民が追い出されたりするわけではない以上、雇用・賃金情勢の逼迫は直ぐには到来しないという指摘もある。確かにその通りだが、金融市場は予見可能で最も極端なシナリオを積極的に織り込もうとする。トランプ当選後の米金利が下がりやすく、それがドル相場を支えてしまうという動きは折に触れて起きている。市場は事実の真偽は気にせず、今懸念される展開を織り込むものだ。第二次トランプ政権がテーマ化する 10～12 月期以降の円安再起動は引き続きメインシナリオとして想定すべき展開と考えておきたい。ただし、以上で見てきたように、まだ流動的な部分が多く、メインシナリオにおける大きな不確定要素と言わざるを得ない。

《円相場の需給環境について～問題は投機が去った後～》

投機の巻き戻しは予定調和

7 月のドル/円相場は急落した。皮切りとなったのは 7 月中旬に発表された米 6 月消費者物価指数 (CPI) であり、これが市場予想の中心を若干下回る結果となると、米金利とドルはまとまった幅で下がり、本稿執筆時点では 148 円台まで急落している。本稿執筆時点では政府・日銀による円買い為替介入の観測も出ている。介入実施の真偽はさておき、こうした円高方向への値動きは本欄で断続的に警鐘を鳴らしてきたところではある。



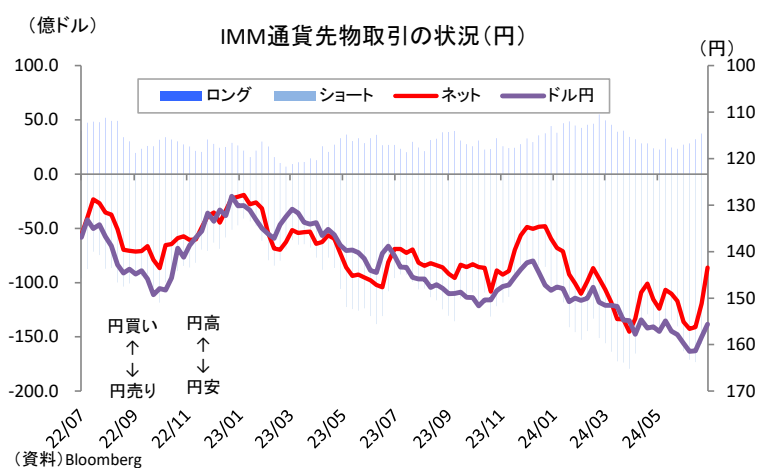
7～9 月期の下値を 156 円程度と考えてきた。現実にはさらに大きな調整となってしまったが、後述するような円ショートの大きさを考えれば、起きている現象自体は想定範囲内だ。

後述するように、今次円安局面で最大規模まで膨れ上がったショートポジション、実勢相場と日米金利差の乖離 (右図)、そしてキャッシュフロー (CF) ベース経常収支の顕著な改善 (後掲図) が揃っていた 2024 年初来の円相場の状況を踏まえれば、投機的な持ち高調整の動きは不可避であった。特に需給要因を重視する筆者の立場に照らせば、CF ベース経常収支が概ね均衡にある事実を踏まえ、円安相場が一方

的に続く難しさは感じていたところであった。ちなみに 2024 年 1～5 月合計で▲1.4 兆円の赤字だが、2023 年同期は▲4.5 兆円、2022 年同期は▲3.6 兆円だった。赤字であることに変わりはないものの、需給環境が改善方向にあることは間違いなく、短期的な円安圧力の減退を認めても良い時間帯に入っているというのが筆者の基本認識である。もちろん、それでも過去に比べれば CF ベース経常収支における黒字幅が切り下がっていることに疑いの余地は無く、110 円付近まで戻るのも困難ではある。だが、後述するように、投機的な持ち高調整に従って 130 円台まで至る可能性は残されている。この辺りは日米金利差の限界的な縮小幅次第と言わざるを得ない。

過去 2 年で最大の円買戻し

とはいえ、足許における投機的な持ち高調整の動きはかなり急激であり、今後何度も起きるほどの震度とは言えない。本稿執筆時点で最新となる 7 月 23 日時点の IMM 通貨先物取引における円のショートポジションは▲86 億ドルであった。これは前週(▲119.3 億ドル)比で +33.2 億ドルの円買戻しであり、過去 2 年間における 1 週間での円買戻し規模として最大となる(図)。ちなみに円のショートポジションが今次局面で最大



となったのが 7 月 2 日時点 (▲142.6 億ドル) で、ここから比べると 3 週間で 6 割程度までポジションが圧縮されたことになる。裏を返せば、投機的な持ち高調整の余地という意味ではあと 6 割残っているという考え方も可能だ。過去 1 か月で直面したような円高・ドル安方向への大幅調整は今後何度もあるわけではないが、そうなるだけの「燃料」はまだ一応残されていることも留意したい。

「時代」と「局面」は分けるべき

目先における最大の関心事は、そうした投機的な持ち高調整を経てどこまで円高が進むのかという点だろう。正答を与えるのは難しいが、過去 2 年間において、最も小さかった円ショートポジションは 2023 年 1 月 31 日時点の▲19.3 億ドルでこの時は 130 円付近だった。この時よりも需給環境は改善していることも踏まえれば、調整がここまで深くなっても不思議ではない。

ただ、事態はそれほど単純でもない。現状を客観的に評価すれば、2023 年 1 月時点よりも FRB の利下げが確実に織り込まれ、日銀の利上げも相応に織り込まれている。それでもドル/円相場は 150 円台で定着してしまっているという見方もできる。もちろん、実際に日銀の利上げと FRB の利下げが着手されれば一気に円高・ドル安方向へ走り出す可能性がある。結局、「IMM のショートポジションが〇〇億ドルだから△△円」という状況把握は分かりやすいものの、残念ながらかなりラフであり、見通し作成上は使いづらいと言わざるを得ない。約 2 年 3 か月間で 110 円付近から 162 円付近まで駆け上がったことを思えば 135 円付近までは半値戻しであり、さほどおかしな話とも言い切れない。もっとも、新大統領の下での経済政策が全く読めない中、本当に FRB が順当な利下げを重ねることができるのかもまた読みづ

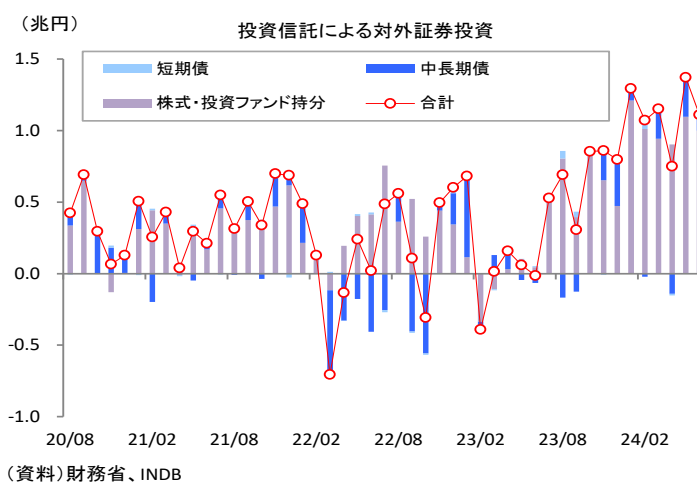
らく、円ショートポジションが淡々と縮小するという想定が本当に正しいのかという疑義も残る。現状のところ、筆者は円ショートポジションが完全に解消に至ることはないという立場ではある。

あくまで筆者が強調したいのは年初の本欄でも強調したように、これから訪れる円高局面はあくまで今後長きにわたって続く「円安時代における円高局面」という大局観だ。1973 年の変動為替相場制移行後、「円高時代における円安局面」は何度もあった。円が変動為替相場制で取引されている以上、局面としての円高・円安はいつでも何度でも繰り返される。しかし、時代として円高が円安に切り替わったという事実はそう簡単に覆されない。「時代」と「局面」という時間軸を分けて丁寧な議論を進めるべきであり、目先の値動きで構造的な議論が糊塗されるような状況は健全ではない。

「家計の円売り」は年間 13 兆円を超えるペース

こうした投機的なポジション変動が 7 月の乱高下を促したと思われるが、実需環境はどうなっているのか。本稿執筆時点で確認できる数字で整理しておこう。まず、6 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）」を見てみよう。円安相場との関係で注目される日本から海外への対外証券投資は▲4 兆 9294 億円と統計開始以来で最大の売り越しを記録した。商品別に見ると、中長期債が前月の+2 兆 2981 億円の買い越しから▲3 兆 3502 億円の売り越しへ、株式・投資ファンド持分の売り越し額は▲5992 億円から▲1 兆 45 億円へ倍増している。短期債の売り越し額も前月の▲2041 億円から▲5748 億へ倍増している。もっとも、6 月のドル/円相場は月初の 156 円近辺から月末には 161 円まで上昇しており、対外証券投資全体の動き（為替取引としては円買い・外貨売り）とは平仄が合わない。そもそも為替ヘッジ付きのフローが多かったという可能性はあるが、対外証券投資の全体的な数字だけを見れば為替市場に大きな影響は無かったという整理になる。

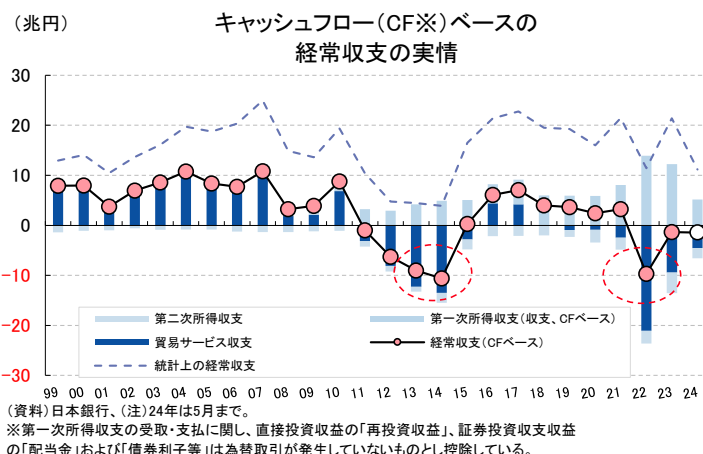
投資家部門別の数字を見ると、新 NISA を受けた「家計の円売り」を反映する投資信託委託会社等（以下投信）は+1 兆 1103 億円の買い越しで、統計開始以来では 4 番目の水準を記録している。これで投信経由の買い越しに関しては今年明らかになった 6 か月分のうち 5 か月分が統計開始以来で 1～5 位の買い越し規模を占めている。投信経由の買い越し額は年初 6 か月合計で+6 兆 7492 億円に達しており、これは 2023 年通年（+4 兆 5447 億円）の 1.5



倍である。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。先月の本欄でも同様のことを述べたが、こうした数字に象徴される「家計の円売り」は文字通り別次元であり、日本の新常态と言って差し支えない。年初 6 か月間に関し商品別に見ると、短期債が+1540 億円、中長期債が+4313 億円、そして株式・投資ファンド持ち分が+6 兆 1639 億円の買い越しで基本的に海外株式（恐らくは米国株式）への投資が多い。円安相場の動きから察するに、新 NISA を契機に投資される海外投資には為替ヘッジが付いていないものが多いと推測する。

統計上は過去最高の黒字も、CF ベース経常収支は赤字続く

一方、上記統計と同時に発表されている本邦 5 月国際収支統計は経常収支に関し、+2 兆 8499 億円の黒字だった。貿易サービス収支は▲1 兆 1066 億円と 2 か月連続で▲1 兆円の大台を超えているものの、第一次所得収支が+4 兆 2111 億円と過去最大の黒字でカバーする構図が続いている。これで年初来の経常収支黒字は+11 兆 1482 億円に達している。通年の仕上がりは過去最大に至る可能性も視野に入る。しかし、第一次所得収支の黒字のうち



ち円転されないであろう項目（再投資収益や債券利子など）を調整したキャッシュフロー（CF）ベース経常収支で見た場合、年初来の経常収支は約▲1.4 兆円と若干の赤字である。もちろん、円転に関する考え方で黒字にも赤字にもなり得る状況だが、少なくとも統計上の+11 兆円を超える黒字を額面通り受け止めることは危険だ。この点はもはや今の為替論壇においてコンセンサスと言って良い。現状では CF ベース経常収支が中立化し、金利差が縮小する中で円高方向への引力が強くなっているように見受けられるが、激しい「家計の円売り」が執拗な円安相場の底流にあるという理解になる。こうした状況に対し、蓄積した円ショートポジションが巻き戻される中で円高へ振れやすくなっていたのが実情である。決して、円相場の需給構造がはっきり円買いに傾斜したわけではないことは留意すべき事実である。

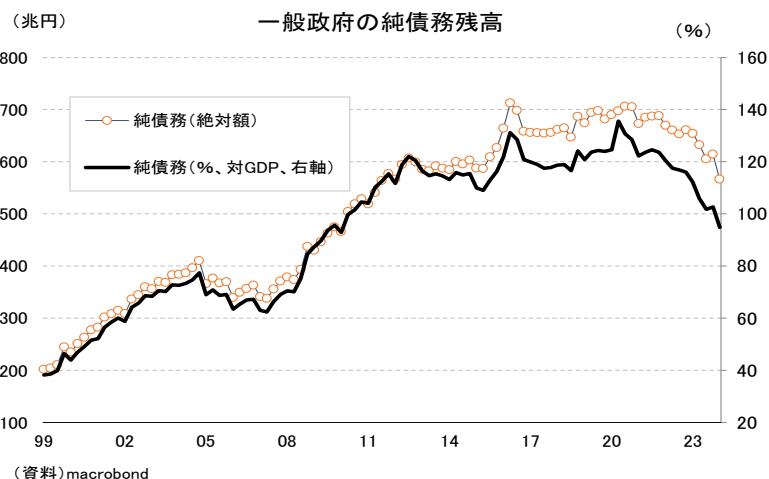
《メインシナリオへのリスク点検～インフレ税がテーマ化される怖さ～》

顕著に進む財政再建

先月の本欄では 6 月末に発表された 1～3 月期資金循環統計に関し家計金融資産の外貨性資産比率が過去最高を更新したことなどを取り上げた。しかし、同統計では家計部門以外に政府部門に関しても注目の動きが見られた。過去にも争点として取り上げたが、現状の日本経済を踏まえる限り、政府が望む、望まないにかかわらずインフレ税によって財政再建を進める状況に突入している疑いはやはり拭えない。今回の資金循環統計を踏まえる限り、やはりこの論点への確信は強まらざるを得ない。

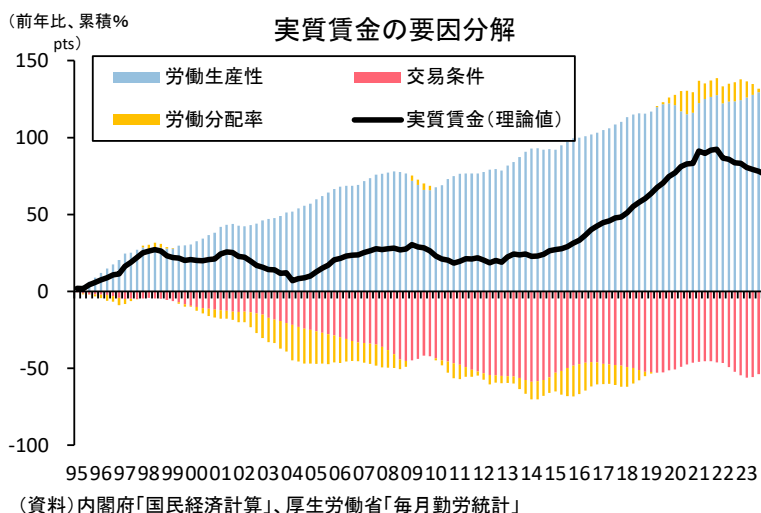
具体的に数字を見てみよう。一般政府債務の名目 GDP 比は総債務（グロスベース）で 241.3%と前期の 241.5%から低下し、純債務（ネットベース）も 94.7%とやはり前期の 102.8%から低下している。純債務の 100%割れは 2010 年 4～6 月期以来、実に 14 年ぶりの動きだ（図）。名目 GDP と共に総債務も増えているため総債務の改善はほぼ横ばいに留まっているが、総資産が総債務以上のペースで増加しているため純債務の減少が顕著になっている。

一般政府の総資産の構成項目について前期比の動きを見ると、対外証券投資が+22.7 兆円、株式等投資信託受益証券が+11.9 兆円、現預金が+3.3 兆円増加していることなどが目立っている。対外証券投資は言うまでもなく、株式等投資信託受益証券に関しても、資産価格自体が上がっていることに加え円安による為替差益が乗っているという側面が小さくないだろう。現預金の増加をさらに詳しく見ると、流動性預金や外貨預金などが増えている。後者の増加が円安の影響であることは論を待たない。前者の増加はインフレが定着する中、家計から企業へ、企業から政府へと所得移転が進む様子が透ける。



インフレ税の争点化という円安リスク

前頁図を一瞥して分かる通り、過去四半世紀において、わずか 1～2 年の間に日本の政府財政がこれほど顕著に改善したことはない。過去の本欄でも述べた通り、政府債務残高を圧縮（財政再建）する手法は①歳出を減らす、②歳入を増やす、③インフレを進める（or インフレが進む）があり、いずれの選択肢も相互排他的ではない。長年、日本は①や②に消極的な姿勢を続け、経済・金融情勢を刺激する方法としてはほぼ例外なく円安を選んで



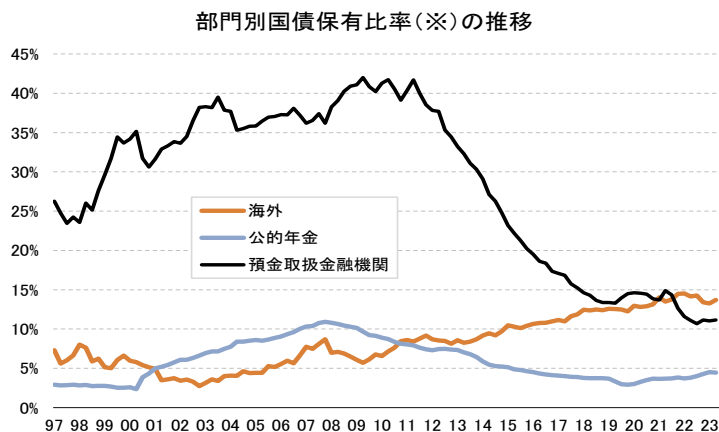
きた（少なくとも円高は全力で阻止してきた）。結果、交易条件の悪化を通じて海外への所得流出が続き、これが実質賃金を押し下げてきた（図）。当然、実体経済の回復は遅滞し、財政再建も進むはずがなかった。政府の意図はともかく、客観的に見て日本がインフレ税導入を通じた財政再建に進み始めたという状況証拠は否定しがたい状況にある。現状、「日本におけるインフレ税」が金融市場で明確なテーマ性を帯びているわけではない。しかし、一部報道では取り上げられており、徐々に認知が進んでいる印象もある。例えば 6 月 30 日付の日本経済新聞は「「インフレ税」シナリオの現実味 円安が試す利上げ耐性」と題した記事でその可能性を報じている。外形的な事実として円買い為替介入や日銀の引き締め措置な

ど、政府・日銀として通貨安やインフレに対抗するような措置が取られている以上、「意図的にインフレ税を創り出そうとしている」という主張は邪推の域を出ない。

市場が痼癢を起すリスク

しかし、今後、直情的な為替市場が為替介入や利上げを期待するような状況が到来し、それが思惑通りに行われなかった場合、痼癢を起した為替市場を中心として「日本におけるインフレ税」が争点化する展開は十分考えられる。そうなった時、日銀会合が近づくたびに利上げの催促が行われ、期待に応えれば「日米金利差はまだ大きい」などと不足を指摘されて円売り、現状維持ならば「やはりインフレ税を狙っ

ている」と指摘されて円売りといった四面楚歌の状況に陥る可能性がある。繰り返しになるが、インフレ税に関して言えば、政府・日銀の意図は別にして、事実として起きていることがその通りなのが痛いところだ。これまで、円金利の安定は日本国債が内国債であるという事実が免罪符のように使われてきた。しかし、図示されるように、海外部門による国債保有比率（短期国債含むベース）は 2000 年 3 月末の約 5%から現在は約 14%まで約 3 倍に上昇している。為替市場が日本に対し「制御不能なインフレや通貨安に陥っている容疑」をふっかける有力な材料が揃いつつあることを念頭に中長期的な円相場見通しを検討していくべきであろう。



(資料) 日本銀行、※短期国債含むベース

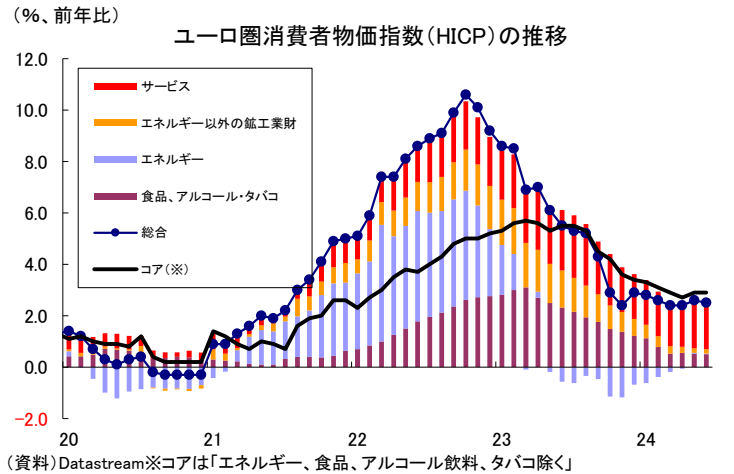
◆ ユーロ相場の見通し～ECB は利下げ路線に自信～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～「賃金は必ず下がる」という自信～》

利下げを急ぐ雰囲気は無し

7月のECB政策理事会は市場予想通り、政策金利の現状維持を決定した。4年9か月ぶりとなった前回6月の利下げ着手前後から「スタッフ見通し改定に合わせて3か月に1回」が予想の中心となっており、元より利下げの有無は9月会合で注目される論点である。現状ではコア国であるフランスの政局が流動化しており、これが経済・金融情勢に悪影響をもたらすという観点からは利下げが正当化されそうな状況と言えるが、果たしてインフレ圧力が確実に後退したと判断できるのかという計数も断続的に見られている。象徴的にはサービスを中心に域内インフレ率は下げ渋っており(図)、連続的な利下げを躊躇させるような状況がある。こうした中、声明文の「We will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim」との文言も維持されており、利下げを急ぐ雰囲気は見られていない。本稿執筆時点の9月利下げ織り込みは7割前後だが、ラガルド

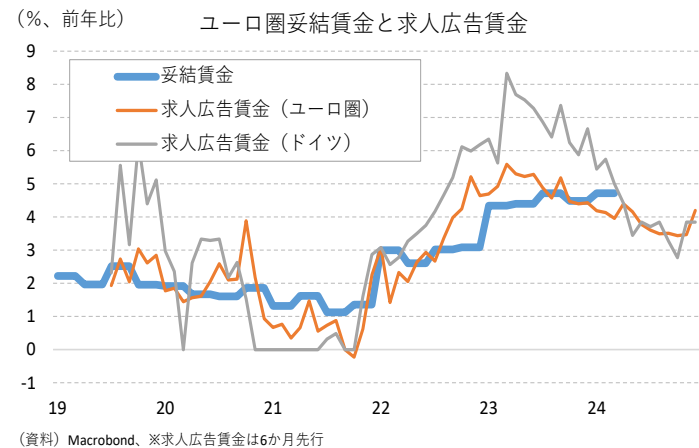
ECB総裁は9月予定について「広く開かれている(wide open)」と述べ、言質は与えていない。



ECB は「WPP」から賃金抑制に自信

1人目の記者からは「国内の物価上昇圧力は依然高いと述べていたが、賃金(wages)、利益(profits)、生産性(productivity)といった論点に関し、最も大きな懸念事項はどれだったのか」という質問が見られている。ラガルド総裁はこうしたWPPの論点に沿って非常に長い回答を返している。とりわけ注目されるW(wage)については、「現時点では限られた情報しかないが、今後数週間、数か月でさらに多くの情報が得られる」と断った上で、現在のECBがウォッチしている求人広告から得られるような賃金トラッカーは当面の賃金動向がかなり強いものになることは認めている。

図示されるように、仮に求人広告に倣って域内妥結賃金が減速を続けたとしても秋口には前年比+3%を割ることなく底打ちする展開が予見される。もっとも、ラガルド総裁はこうした賃金動向にサプライズはなく6月スタッフ見通しで織り込まれている事実だとも述べている。近年のインフレで失われた購買力を回復するために賃金がキャッチアップ過程に入るのは自然な話であり、年内の賃金高止まりは必然だと整理している。その上でECBの実施する各種サーベイ(企業



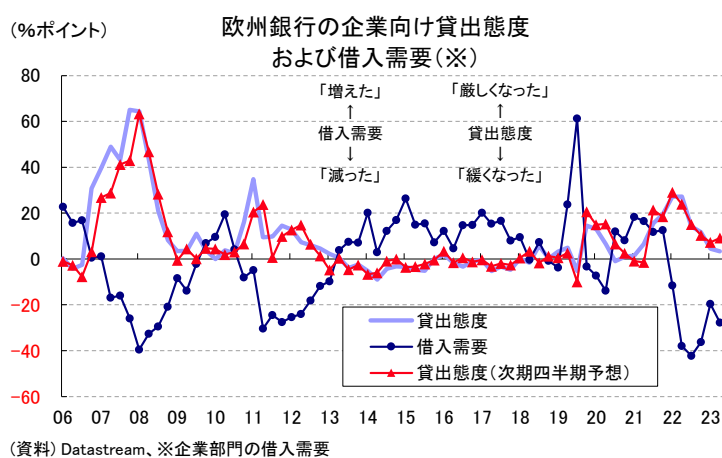
電話調査や予想専門家調査) が 2025 年中のインフレ低下を示唆し、2026 年にはさらに押し下げられることも示していることから、「それが向かっている方向だ (that's the direction that it is heading for)」と比較的はっきりとした表現で述べており、W(wage)の押し下げに関しては自信が垣間見えている。ちなみに、他の記者からは「もし賃金が下がらなかったら政策金利はどうなるのか」という質問も出ているが「正直言って、我々が見ている全てのデータに基づけば、2025～26 年の方向は下向き」と返し、「私たちの想定を裏付ける証拠が多過ぎる」とまで述べている。「賃金は必ず下がる」という点について確信に近い見通しが窺い知れる一コマである。

このほかの P (productivity) については 2023 年 10～12 月期は前年比▲1.0%、今年 1～3 月期が同▲0.6%ということで若干の改善が見られているものの、ラガルド総裁は「まだ、ECB が望むようなものではない」との心境を吐露している。但し、この点についても、今後は消費回復に伴って需要増加が見込めるため、現在は十分に稼働していない従業員が商品生産やサービス供給部門に割り当てられるため生産性は改善していくとの見通しが示されている。生産性の改善は当然、インフレ圧力の吸収に繋がる。また、P (profits) については 2023 年 10～12 月期から現在にかけて目減りしており、これは賃金上昇の結果だとしている。だが、上述の通り、ECB は最近の賃金上昇を「失われた購買力を吸収した結果」と割り切っているため、いずれ利益は復元に向かい、同様のことは起きないと読んでいる。以上のような WPP に関する状況を踏まえる限り、インフレ圧力は今後後退するというのが ECB の立場である。

与信関係は家計持ち直し、企業はこれから

ちなみに政策理事会前の 7 月 16 日には欧州銀行の貸出態度調査 (BLS) も発表されており、声明文には与信環境に関し、企業向けに関しては引き続き厳格化の兆候があり、借入需要も引き続き弱いものの、家計の住宅ローンに対する需要が復調傾向にあることも記載されている。また、これが 2022 年初頭以来の増加であることも声明文は注記している。ラガルド総裁は今後に関し、利下げに伴って企業向けの貸出態度も緩和へ向かい、借入需要が回復に向かうであろうとの見通しを示している。図示するように、銀行の企業向け貸出態度は全体的に緩和傾向にあるものの、依然「厳格化された」と感じる借り手の方が多くいる状況にある (3 か月先の見通しに関しても「厳格化される」という回答が増える兆しがある)。域内企業の借入需要に目をやると、ちょうど昨年 7～9 月調査で過去最低まで縮小していたところから、持ち直しが見られるが、やはり需要が復調していると言えるほどの水準には至っていない。これは利上げの効果が浸透し、残存している状況と読める。

ラガルド総裁が述べるように、利下げ局面に入った以上、今後は同調査における企業の回答状況が注目されてくる筋合いにある。企業向け与信の回復度合いはインフレ動向と密接に関係してくるため、今後の利下げの頻度を検討する上では大きな注目が集まる論点と言える。一方、声明文でも言及されているように、企業部門ではなく家計部門を見れば借入需要が 2 年ぶりに増加するなど景気底打ちの萌芽は早



くも出てきている。今後、GDP における個人消費動向にどう跳ねてくるのかが警戒される動きだ。

いずれにせよ、現状のユーロ圏で確認される基礎的経済指標はまさに利上げから利下げに切り替わった現状の微妙な様子を映し出している。まとまった幅の利下げが複数回必要とされるような現状や展望があるとは言えないが、今回の記者会見では 2025 年以降の名目賃金の下落については比較的確信に近い自信を覗かせていたため、2025 年中も利下げ局面が続き得るとの想定に繋がってくる可能性がある

《フランス政治情勢の現状と展望～極右敗れるも懸念は残る～》

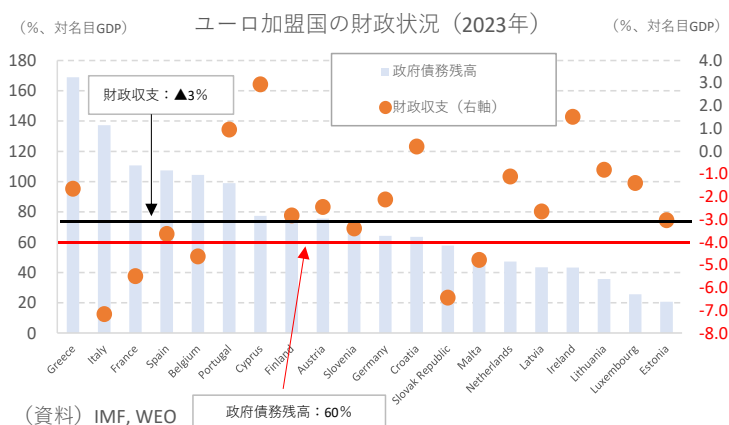
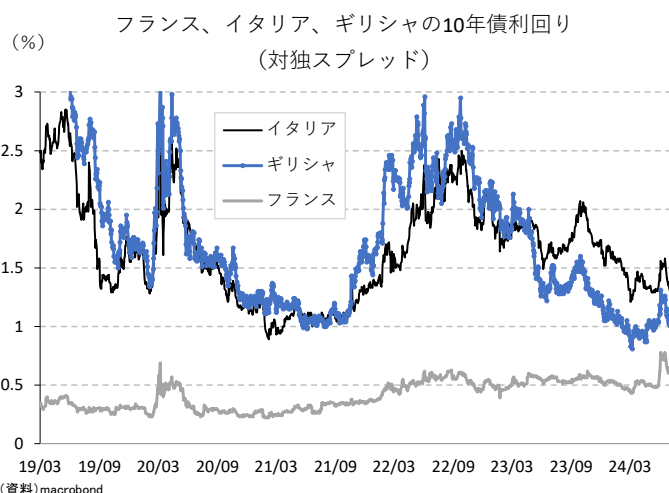
政治空白に入るフランス

6～7 月に行われたフランス下院総選挙は事前予想に反し極右政党を含む右派勢力が 3 番手にとどまり、左派連合が最多議席を獲得するという結果に終わった。現職のマクロン仏大統領率いる与党連合は、第 1 党から第 2 勢力へ転落している。いずれの勢力も過半数に届かず、宙吊り議会（ハングパーラメント）が常態化する中、政治空白の長期化が不安視される状況に陥っている。

フランスにおける極右政権誕生が EU 全体の右傾化を招くという危惧された展開が表面上は回避されたものの、移民や物価高といった経済・社会問題に直面する不満の受け皿という意味では政治思想の左右は元々殆ど関係が無かった。過去の本欄でも論じたように、財政規律の弛緩という市場で争点化する部分については政治思想の左右に関わらず共通しており、市場への影響は大差ないという印象である。

中期的には公約実現にどこまでこだわるか

現状を金融市場はどう受け止めているか。本稿執筆時点では大きな悲観ムードは窺われていない。債券市場ではフランス国債の利回り再上昇といった展開は見られておらず、悲観も落ち着いているようには見える。とはいえ、利回りが下がりきっているわけでもなく（右図・上）、相変わらずフランス政局にまつわる最大の争点は同国の財政状態と言えるだろう。現状、組閣が遂行されていないこともあって展開が読みづらいが、左派連合の公約は年金支給開始年齢の引き下げや失業保険改革の撤回、公務員の賃金引き上げ、付加価値税減税など財政収支が悪化する方向の論点が多い。また、対 EU では財政規律の適用除外を強弁しているため、実は極右政党以上に金融市場では問題になりそうな火種を抱えているという見方もある。EU（≒欧州委員会）との折り合いが悪くなりそうな状況は比較的高確率で訪れそうであり、今のフランス財政の状況を踏まえると、波乱なくこれを



乗り切れるのかはかなり微妙な情勢と言える（前掲図・下）。イタリア極右政党出身のメローニ首相が実際に政権を奪取した後は現実路線に舵を切り、今では欧州政治の要と呼ばれるに至っていることを踏まえれば、同様の道を狙う可能性もあるが、組閣すらままならない現状では何とも見通しが立てづらい状況と言わざるを得ない。中期的には「どこまで公約実現に拘泥するのか」が金融市場の争点となる。

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。