

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2024 年 9 月 30 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～円高要因としての需給環境の改善～

円相場の需給環境について～需給が示す円高圧力～	P.3
日銀金融政策の現状と展望について～上がる 10 月利上げの難易度～	P.6
米金融政策の現状と展望について～思い出される糊代論～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～想定よりも大きそうな家計の外貨資産～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～まだ分からない 2025 年以降の利下げ持続性～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～予定通りも 25 年以降の不透明感強く～	P.13
ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツの産業空洞化は遂に始まったのか？～	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

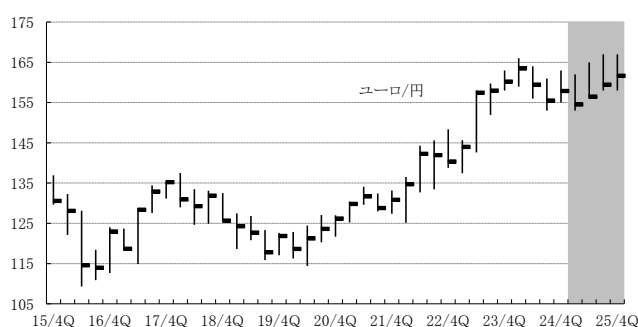
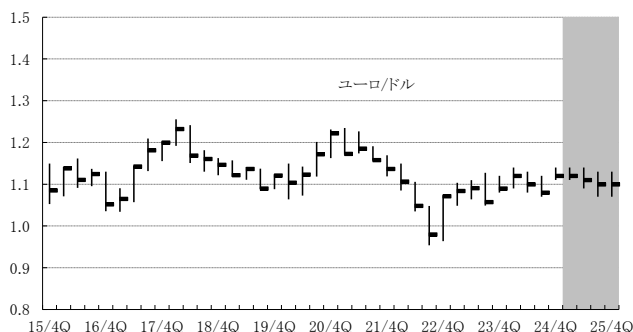
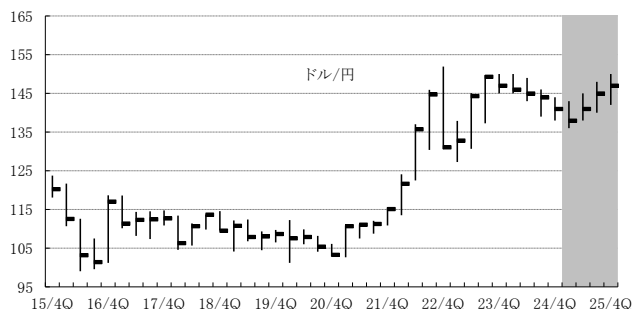
9月のドル/円相場は一時140円を割り込む動きも見られたものの、総じて堅調を維持した。日米中銀の対照的な政策姿勢に加え、キャッシュフロー(CF)ベース経常収支の黒字転化に象徴される需給環境の改善もあって円高へ傾斜しやすい雰囲気は当面続くだろう。ごく目先の話をすれば投機の円ポジションがネットロングに転じ、しかもこれが積み上げられていることから円安に跳ねやすい時間帯もありそうだが、年度内の方向感には素直に金利差縮小になびくと考えておきたい。自民党総裁選を経て石破茂新総裁が誕生したことの影響について、本稿執筆時点で評価は固まっていない。当選直後のヒステリックな反応(円高・株安)は対抗馬である高市氏への期待が積み上げられ、勝手に崩れたことの反動でもあり、その値動きをもって石破氏のネガティブな評価に繋げるのはフェアではない。今月の本欄のメインシナリオはあくまで日銀は無理に利上げを急がず、消費増税や金融所得課税など市場のアレルギー反応が強そうな策は見送られるとの前提に立っている。最速10月中の解散総選挙も囁かれる中、早期利上げは新政権にとって忌避される誘因が大きく、最速でも12月、順当に行けば来年1月の展望レポートに合わせた追加利上げが現実的に思える。円高基調もこの読みを裏付けるはずだ。内外金利差縮小に応じた円高相場はある程度不可避としても今次円安局面における半値戻しである135円程度が関の山ではないか。

片や、9月のユーロ相場は堅調が続いた。FRBの大幅利下げの裏返しとしてユーロ高が進むという敵失の側面が大きそうだ。妥結賃金統計や求人広告から得られるイメージを元にすれば、12月会合で3度目の利下げに至る難易度は高くない。ラガルド総裁の会見を踏まえる限り、2024年中の利下げ路線は堅く、2025年に入ってからその歩みは持続可能というのが現在のメインシナリオになりそうだ。だが、年内はともかく、年明け以降の域内の雇用・賃金情勢が果たしてどこまで減速するのかは定かではない。ラガルド総裁は中立金利について「目標に近づくにつれて、目標に到達したかどうかがよくわかる」と煙に巻いており、利下げを継続するにしても、停止するにしても、直ぐに動けるような半身の姿勢を強調している。また、9月にはVW社のドイツ国内工場閉鎖のニュースが注目された。こうした産業空洞化を懸念させるような動きが続く結果、貿易収支に関してドイツが日本ほど追い詰められることはあるのか。諸条件で有利な立ち位置にあるドイツがそこまで追い込まれることは無いだろうが、ユーロ相場の盤石な需給構造に1つの亀裂が入るという意味で注目したい論点と考える。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～9月(実績)	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	139.58 ～ 161.96 (142.65)	138 ～ 144 (141)	136 ～ 143 (138)	138 ～ 145 (141)	140 ～ 148 (145)	142 ～ 150 (147)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1214 (1.1170)	1.11 ～ 1.14 (1.12)	1.11 ～ 1.14 (1.12)	1.09 ～ 1.14 (1.11)	1.07 ～ 1.13 (1.10)	1.07 ～ 1.13 (1.10)
ユーロ/円	154.44 ～ 175.42 (159.35)	155 ～ 163 (158)	153 ～ 162 (155)	156 ～ 165 (157)	158 ～ 167 (160)	158 ～ 167 (162)

(注) 1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内9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～円高要因としての需給環境の改善～

《円相場の需給環境について～需給が示す円高圧力～》

勢いづく金利差での解説

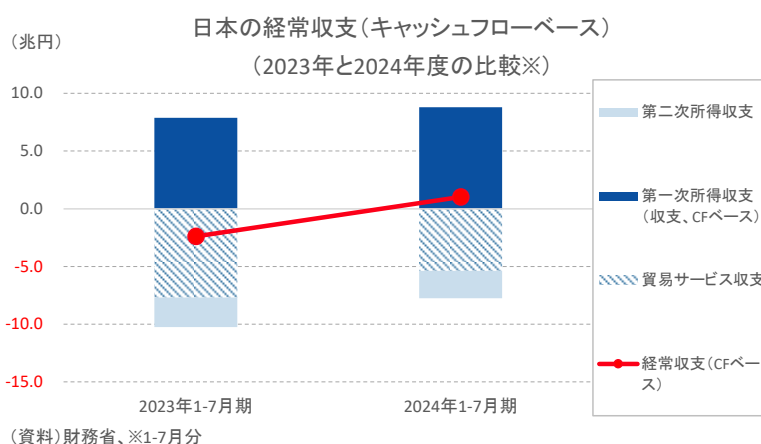
9月中旬、ドル/円相場は約1年2か月ぶりの139円台を付けた。ひとえに▲50bpの大幅利下げに踏み切ったFOMCの利下げ転換を先行して織り込んだ動きだった。結局のところ、注目された9月FOMCでは大幅利下げの継続は示唆されず、逆に円安が進んでいるが、当面の間は日米金利差が縮小方向に向かうこと自体、さほど違和感の無い想定である。この点、既にそうなっている雰囲気はあるが、今後ますます「やはり円安は全て金利差で説明可能だった」という論調が勢いを得やすくなる雰囲気は容易に予想される。これまでも論じている点だが、ドル/円相場の方向感を規定する説明変数として日米金利差が重要であることは論を待たない。需給構造の変化を注視すべきと主張しつつ、方向感を規定する金利差の重要性自体、筆者が否定したことは一度もない。だが、110円付近から162円付近まで進んだ円安・ドル高の全てを金利差に帰責させるのもまた、無理があるというのが筆者の立場である。では金利差以外の説明変数には何があるのか。それは国際収支統計に集約される需給環境であったり、消費者物価指数（CPI）などに象徴される一般物価であったり、内外の政治・経済環境に影響を受けた投機的なポジションメイクであったりするだろう。それぞれの説明変数の力（計量分析的に言えば係数）は可変的であるため、「これが未来永劫、唯一絶対の要因」という状況はあり得ない。

円高の背景に需給改善

需給環境に主眼を置くべきという筆者の主張の「軸」がぶれていないことを強調するために示すが、最近の円高地合いは金利差縮小だけではなく需給改善も明らかに寄与している。過去2年間（22～23年）に関して言えば、貿易収支は累積約▲30兆円という未曾有の規模にあった。この結果、筆者試算のキャッシュフロー（CF）ベース経常収支は約▲11兆円という赤字を記録していた。しかし、現在に目をやればCFベース経常収支は今年1～7月合計で約+1兆円まで回復している。ちなみに昨年1～7月期は約▲4.5兆円だった（図）。日米金利差の顕著な縮小が円高を駆動していることに異論はないが、需給改善も円高に寄与しているという事実から目を背けるべきではない。

こうした需給改善の背景は1つではないが、①貿易収支赤字の縮小、②旅行収支黒字の拡大の2つの要因で殆どが説明できる。②は後述するとして、①に関して言えば、約▲20兆円の赤字を記録した2022年、約▲9.4兆円の赤字を記録した2023年に続き、2024年は現在明らかになっている1～8月分で約▲4.6兆円、単純に年率化すれば▲6.9兆円程度に着地する公算である。円安・資源高のピークアウトがそのまま輸入金額を抑制し、貿易収支赤字の縮小に寄与している。

もっとも、長い目の議論も忘れてはいけない。年間▲6.9兆円の赤字は歴史的に見れば5番目に大きな水準だ。コロナ前の10年間（2010年から2019年）の貿易収支赤字の平均は約▲2.6兆円だったのだから

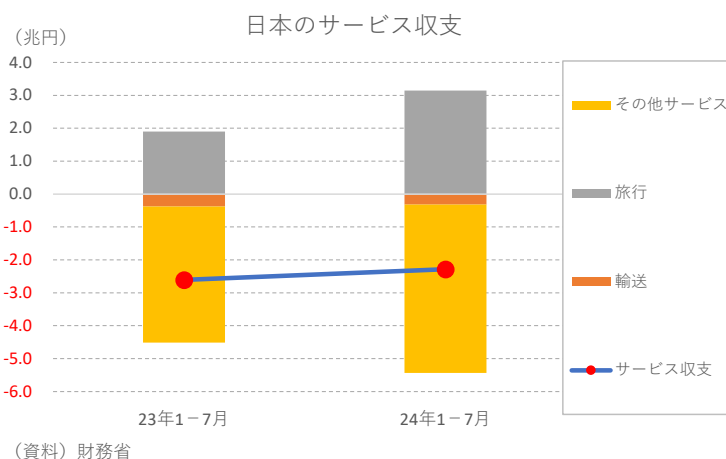


ら、やはり達観すれば需給面に関し「円が構造的な弱さを抱えている」という指摘は間違いではない。

デジタル赤字は全く終わっていない

筆者が提唱してきたデジタル赤字に象徴される「新時代の赤字」こと「その他サービス収支」はどうなったのかという照会も多い。この赤字は絶賛拡大中だ。今年 1～7 月合計のその他サービス収支は▲5 兆 1144 億円の赤字であり、昨年 1～7 月合計の▲4 兆 1336 億円より 1 兆円ほど大きい。もちろん、過去最高ペースである。あくまでラフな試算だが、このペースで拡大した場合、2024 年通年ではその他サービス収支赤字が▲8 兆円を超えることになる。2000 年には▲1.4 兆円弱しかなかったことを思えば、四半世紀で 4 倍に赤字が膨らむ展開となる。近年のその他サービス収支の赤字拡大ペースを踏まえれば、そうなっても全く違和感はない数字でもある。こうした動きを踏まえても尚、円安に包含される構造的性質を正視しようとししないのは分析態度として不埒だろう。

現状では旅行収支黒字も順調に拡大しており、その結果、サービス収支赤字が限定的な数字にとどまっている。今年 1～7 月合計の旅行収支は+3 兆 1473 億円の黒字に達している。これは昨年 1～7 月合計（+1 兆 9014 億円）の約 1.7 倍だ。デジタル分野を中心とする資本集約的なサービス取引で拡大する赤字に対し、観光分野を中心とする労働集約的なサービス取引で黒字を拡大させることによって、サービス収支全体の一方的な



赤字拡大は抑制されている (図)。しかし、未来を見据えた場合、既に供給制約の壁に直面している観光分野で稼ぐことができる外貨は限定されてくるだろう。これに対し、デジタル分野で徴収される外貨は減るどころか、各種サービスの値上げを通じて増える公算の方が大きい。

結局、日本の対外経済部門が直面している現状をラフに表現するとサービス収支赤字が拡大しないように「辛うじて踏ん張っている」と表現するのが正確ではないだろうか。長期的に見れば、サービス収支赤字の拡大傾向は止められる目途が立っておらず、これに伴い経常収支黒字が食われていく展開は懸念される。目先の金利差動向に応じて円安相場を語るのではなく、今次円安局面の値動きの背景にあることを熟慮した上で、どのように日本経済の処方箋に還元していけるかを考える必要がある。

投信経由の買い越しは年初来 9 兆円に到達

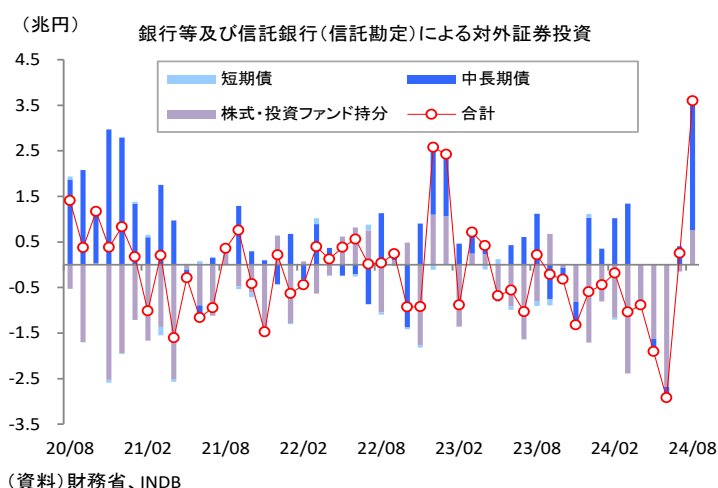
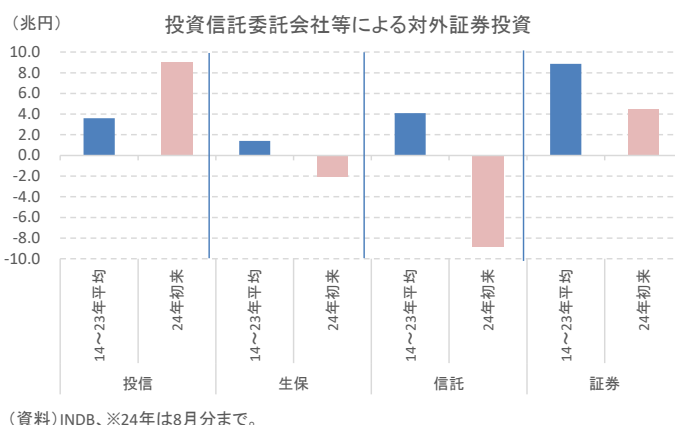
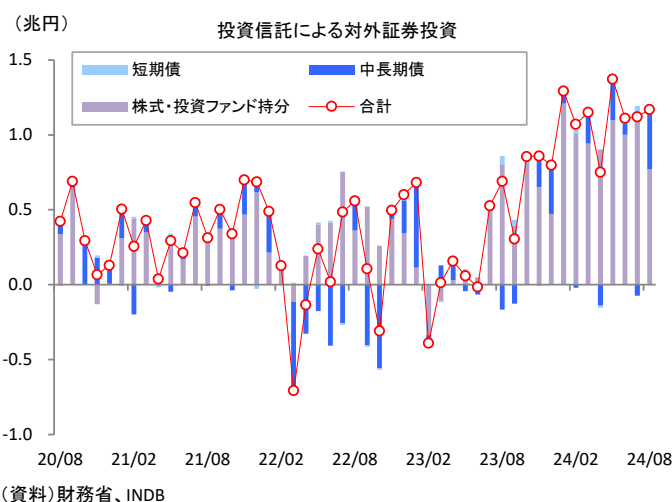
また、需給に関して言えば、「家計の円売り」の現状も把握しておきたい。財務省から発表された 8 月分の「対外及び対内証券売買契約等の状況」は相場急落を受けた家計部門の投資意欲がどのように変化したのかを確認する意味で非常に興味深い内容であった。2024 年 1 月以降、非課税枠が拡充された NISA (新 NISA) が導入され、家計部門は外貨建て資産 (とりわけ米国株) への投資を重ねてきた。その勢いは昨年までのそれとは別次元に強いもので、円安相場の一因とも目されてきた。8 月、投資信託委託会社等を経由した対外証券投資は+1 兆 1702 億円の買い越しで、これは過去 3 位 (1 位は今年 5 月、2 位は今

年1月)の高水準であった。しかし、注目すべきはその資産内訳であり、株式・投資ファンド持ち分が+7689億円、中長期債が+3881億円、短期債が+132億円であった。株式・投資ファンド持ち分の買い越し額は年初来で最低、中長期債の買い越し額は年初来で最大という構成だ。景気循環の潮目を踏まえた上で株式・投資ファンド持ち分から距離を取り、急遽浮上した9月FOMCでの▲50bp利下げ観測やこれに付随する連続大幅利下げ観測に合わせて債券投資にベットする個人投資家が増えたという状況にも読める。端的には米金利の先安観とこれに合わせた円の先高観への期待が統計に表れていると読める。

いずれにせよ、これで投信経由の対外証券投資は年初8か月間合計で+9兆397億円に達しており、これは2023年実績(+4兆5447億円)の概ね倍に相当する。生命保険会社や金融商品等取引業者(証券会社)などと比較しても明らかに異質の動きである(右図)。今のところ、8月初頭の暴落を経ても家計部門の投資意欲は活きているという評価で差し支えないだろう。また、これら全てが為替ヘッジ無しという理解はできないものの、円売り圧力の一端を担っていることもほぼ間違いない。こうした動きが9月以降も確認できるのかは円相場の行く末にも小さくない影響がある。当面は米国経済の失速とこれに合わせた米金利低下が想定され、その意味で「円安・株高に賭けていれば、とりあえず報われる」という従前の金融市場の雰囲気一旦変わることになる。勝ち続けてきた家計部門が試される局面に入るわけだが、今回のように投資対象資産が機動的に修正されつつ買い越しが続くのであれば、その金融リテラシーも相応に研磨されているということであろうか。

機関投資家の相場観も修正へ

今回、もう1点注目されたのが、銀行等及び信託銀行(信託勘定)の買い越し額が+3兆5972億円と統計開始以来で最大を記録したことである。これは中長期債の巨額の買い越し(+2兆8065億円)にけん引された結果である。基本的に銀行等及び信託銀行(信託勘定)は信託銀行(信託勘定)の動きに規定され、概ね年金資金の動き(近年ではGPIF)



を反映することで知られている。個人投資家および機関投資家の双方で米金利の先安観とこれに合わせた円の先高観への期待が強まり、資産選択に反映されたのが 8 月だったということになるだろうか。もちろん、大半のフローが為替ヘッジ無しと推定されることが多い個人投資家と異なり、機関投資家を同様の事情で見ることは難しいが、2022 年 3 月以降に続いてきた「円安・株高に賭けていれば、とりあえず報われる」というゲームのルールが一旦は変わりつつあることを確認できたのが 8 月の動きであった。一方、海外から国内への対内証券投資に目をやれば、株式・投資ファンド持ち分の売り越しが 3 か月連続となっており、3 か月連続はパンデミック直後の 2020 年 7～9 月以来の出来事である。円安修正と共に日本株への評価が下方方向に見直されている、裏を返せばこれまでの日本株上昇が円安に支えられていたことの証左と考えざるを得ない動きである。

《日銀金融政策の現状と展望について～上がる 10 月利上げの難易度～》

10 月利上げの難易度は・・・

9 月 20 日の日銀金融政策決定会合は無担保コール翌日物金利を 0.25% に据え置くことを決定した。7 月公表の展望レポート通りに経済・金融情勢が推移し、会合時点での金融市場が安定していれば追加利上げが見込まれるという状況は依然変わっていないが、27 日に自民党総裁選の投開票を控えている状況で今回利上げに動くという見方はほぼ皆無であった。そもそも 7 月利上げも政治的意思に突き動かされたという疑義があった中、必然の読みであろう。

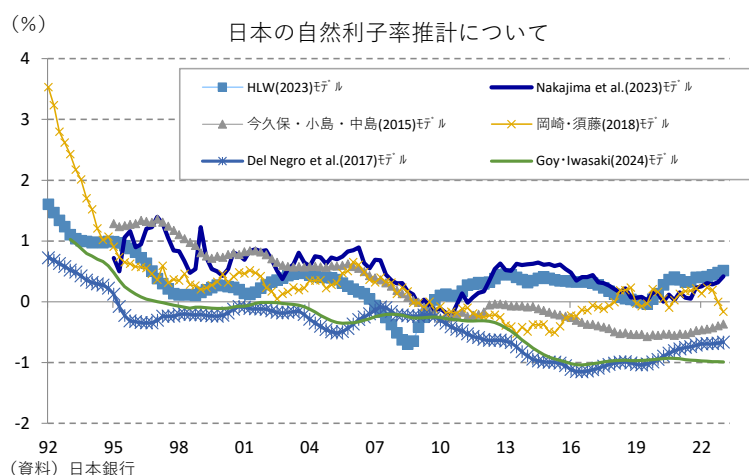
当面の注目は 10 月 31 日会合で展望レポートを確認した上で追加利上げが行われるかどうかだ。1 か月後も経済・金融情勢が現状と大差なければ問題なく利上げは決断されるというのがコンセンサスになりそうだが、その際には政治との距離感がどうしても問題にならざるを得ない。端的に言えば、発足したばかりの新政権が株安リスクを孕んだ利上げを容認できるのか。もっと言えば、解散総選挙が年内に控えていることも念頭に置く必要がある。植田体制のミッションは金融政策の正常化であり、具体的には次回のショックを念頭に置いた利下げの糊代を確保することが求められている。しかし、民意がそれを評価し、政治的な得点になるわけではないため（むしろ失点になる可能性が高いため）、10 月末という時期は実はかなり難易度が高いという見方もできるだろう。いくら政治的意思と金融政策運営に因果関係は無いと言っても、これまで折に触れて重要な意思決定の前後で政治の影がちらついてきたのだから、その建前を額面通り受け止めるのはナイーブである。

コンセンサス化する中立金利 1%

総裁会見では自然利子率に関する質問が多く見られた。前回会合と今回会合の間には、自然利子率ないし中立金利というフレーズが巷で注目されたため、予想された展開である。過去の本欄でも取り上げたが、8 月 28 日には日銀から多角的レビューシリーズの一環としてワーキングペーパー「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」が公表され、9 月 11 日には田村日銀審議委員が中立金利の水準について「最低でも 1% 程度」との見方を示したことも話題になった。ワーキングペーパーでは、概して「▲1.0%～+0.5%」が足許の自然利子率イメージとして示され、インフレ率 2% を前提とした場合、中立金利（≡自然利子率+インフレ率）は「+1.0%～+2.5%」という試算が示された。田村審議委員の「最低でも 1% 程度」とい

う発言はペーパーが試算する通りの水準であった。しかし、これは中長期のインフレ率が 2%で安定とした場合であって、仮に半分の 1%程度まで鈍化してしまうのであれば（それとて過去 30 年弱の日本からすれば高めである）、話は変わってくる。中長期のインフレ率が 1%程度で安定するならば、「0%～+1.5%」が中立金利の試算ということになる。だとすれば、現在の 0.25%は既に下限に到達したという姿という評価が

できなくもない。もちろん、FRB 以上に将来の利下げに対する糊代が重要な日本において「だからもう利上げするな」という主張も適切ではない。しかし、巷説ではインフレ率 2%を前提として利上げの終点としての「中立金利 1%」がコンセンサスになっているようにも見受けられ、それを絶対視するような論調にはある程度、距離を置くべきであろう。



10 月展望レポートと円高の関係性

公表文には前回の「展望レポート」で用いられた「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある」との文言が挿入されている。周知の通り、7 月時点では円安が物価見通しに対する上方リスクとして言及され、利上げに至った。とすれば、ドル/円相場が 7 月の高値 (162 円付近) から▲13%程度 (143 円と仮定) も下落していることの影響は当然、今後の政策運営で斟酌される可能性がある。事実、24 年上期の日本経済は円安を一因とする実質所得環境の悪化を背景としてスタグフレーション的な様相を呈した。その経緯を踏まえれば、円安修正で物価見通しの上方リスクが減じられるのであれば追加利上げの正当性は薄れるという考え方もできる。

現状、消費者物価指数はコアベース（除く生鮮食品）で前年同月比+2%を大幅に超えているが、コアコアベース（除く酒類以外の食料・エネルギー）では+2%近辺まで低下している（20 日公表の 8 月分に関し、コアベースは同+2.8%、コアコアベースは同+2.0%）。コアベースが高いのは当然、円安と資源高を受けた輸入物価経由の影響が残っているためだ。円安も資源高もピーク時から顕著に調整が進んでいることを踏まえれば、10 月展望レポートにおける CPI 見通しは下方修正される可能性もある。多様な解釈が当然ありうるが、市場では「追加利上げはあくまで 7 月展望レポートの内容に沿っていた場合」という読みが流布されているように見受けられ、会合が近づくに連れ円高（と原油安）が進むようなことがあれば、「もう利上げは不要」という予想が勢いづく可能性もある。

こうしたロジック付けは為替相場が金融政策運営において最も重要な説明変数と見なされている状況を日銀自身が認めることになるわけだが、そもそも国内物価と為替レートはコインの裏表である。CPI に象徴される一般物価指標は対内価値を、ドル/円相場に象徴される為替相場は対外価値を示している。前者は金融政策（日銀）、後者は通貨政策（財務省）の領分となっているため、別個のものとして議論されるケースがまま見られるが、本来両者の方向感是一致的である必要がある。少なくとも「超低金利を続けながら、円安抑止のために円買い為替介入を行う」という構図は金融政策と通貨政策の方向感が矛盾し

ており、理論的には持続可能性が無かったし、実際、今の金融政策は円安修正を所望する通貨政策（政治）の方向感に遅ればせながら収斂しつつあるというのが正確な表現になろう。その意味で「140 円台や 130 円台では円高とは言えない」という通貨・金融政策の解釈に則り、利上げが続行される可能性はある。

しかし、公表文でわざわざ「為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている」と宣言している以上、円高相場が強まるほど、これに従って政策金利の軌道も影響を受けやすいはずである。10 月に入ってから相場動向を見極めないことには、日銀プレビューはかなり難しい情勢である。少なくとも本稿執筆時点で 10 月利上げを当然視するのは危ういと言わざるを得ない。

《米金融政策の現状と展望について～思い出される糊代論～》

7 月分も込めて▲50bp

9 月 17～18 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標に関し、5.25～5.00%から 4.75～5.0%へ▲50bp 引き下げることを決定した。利下げは 4 年半ぶりの決定となる。筆者は米国の経済・金融情勢を踏まえれば▲25bp が妥当ではないかと予想していたが、パウエル FRB 議長の会見を見る限り、「本当は▲25bp で十分だが、7 月にやらなかった分を加味して▲50bp」というロジックが透けた。具体的にパウエル議長は今回の利下げ幅を「後手に回らないという我々の決意」と表現し、また「新しい利下げペースと考えるべきではない」とも述べている。さらにはベースシナリオのイメージとして「我々は利下げを急いでおらず、ゆっくりと中立金利水準に戻していく」とも加えている。今後の利下げが▲25bp ペースに戻る公算は大きく、それゆえに為替市場ではドル買いが優勢となっている。

また、FOMC も一枚岩ではなくボウマン FRB 理事が▲50bp ではなく▲25bp の利下げ幅を主張し、反対票を投じている（理事としての反対票は 2005 年以来）。注目されたメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）で

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2024	2025	2026	2027	Longer run
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%
Sep-24	4.375%	3.375%	2.875%	2.875%	2.8750%

(資料)FRB

も見方は割れており、年内残り 2 回の会合に関しては、利下げ無しから 3 回まで予想が散っている。中央値である 2 回（▲50bp）を支持したのは 19 名中 9 名、1 回（▲25bp）を支持したのは 7 名であった（2 名はゼロ、1 名は▲75bp）。利下げ幅に関しては足並みが揃わない中、単月の経済指標を受けてその都度可変的な情勢と考えるべきだろう。実際、パウエル議長は会見で仮に 7 月 FOMC の前に 7 月雇用統計が入手できていたら利下げしていた可能性に言及している。今後の利下げの有無や幅に関しては、日々の経済指標や内外情勢でいくらでも変わる状況である。

思い出される糊代論

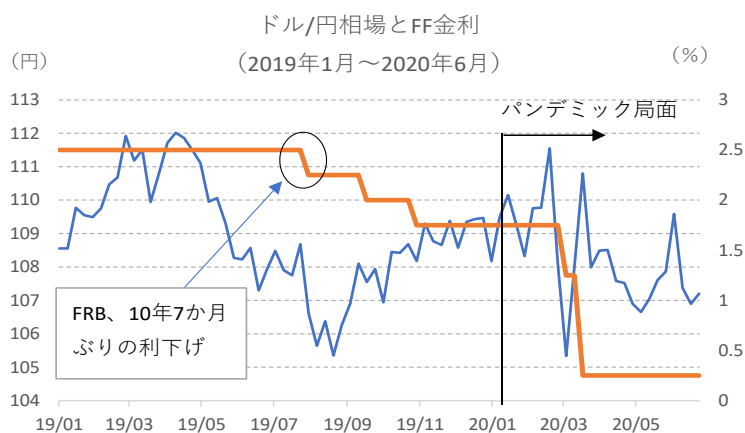
基本的に利下げ幅は▲25bp で問題ないはずだ。今次局面はあくまで「普通の景気減速（ないし後退）」を受けた利下げ対応であり、「〇〇ショック」に対する政策運営とは異なる。リーマンショック、欧州債務危機、そしてパンデミックなど過去 20 年弱の間に金融市場は「〇〇ショック」を重ねて経験し、その都度、中央銀行が大幅な金融緩和を強いられる歴史を目にしてきた。「極端なショック」に「極端な対応」が割り当てられる構図は昔よりも想起されやすいだろう。しかし、パウエル議長も会見で「米国経済は良

い状態にあり、今日の決定はそれを維持するためのもの」と述べるように、「ショックに対する利下げ」というよりも「ショックを起こさないための利下げ」が企図されているのが実情である。現状の米国経済は景気後退に至るかどうか分らず、CPI や個人消費支出 (PCE) デフレーターが安定的に前年比+2% を割り込んでいるわけでもない。かかる状況下、初手から▲50bp 引き下げたのは驚きであったが、あくまで7月のビハインドザカーブを取り戻しただけというロジックならば理解はできる。

思い返したいのは糊代論というフレーズだ。2015～18年のFRBの利上げ局面において「いずれ到来する不況で利下げできるように（利下げの糊代を確保するため）、利上げが必要」という考え方が頻繁に言及され、糊代論として注目された。倒錯した理屈だが、当時は支持を得ていた。このような経緯を踏まえば、現在の米国の経済情勢において▲50bpの利下げを連発し、稀少な糊代を費消すべきではない。確かに、フォワードルッキングな対応と言えれば聞こえは良い。だが、そもそもスタッフ経済見通しの精度はそれほど高いものではなかったはずである。現実的には、将来の糊代を気にしながら定期的な▲25bp引き下げをFRBは模索していくと予想する。ドットチャートに従えば年内2回、来年4回というイメージになるが、来年に関しては新大統領の下での1～3月期を見極めないことには確たることは言えまい。前頁表にも示したように、既にドットチャート終盤ではロンガーランの政策金利（≡中立金利）との接近が視野に入っており、遠くない将来に「利下げの打ち止めはいつか」が争点化してくるはずだ。パウエル議長の会見からも、かつてのような超低金利に回帰することはないという意味が色濃く見えた。必然、日米金利差の急縮小を織り込んだ円高・ドル安は修正が進みやすく、現にそうになっている。

日本にとっては過去に類例のない利下げでもある

また、これまでも何度も強調してきたように今回の利下げは「日本が貿易赤字国として迎える利下げ」である。この点については右図を用いて過去に何度も議論してきた。世界の資本コストであるFF金利が下がれば、一時的であれ、ドル売りが為替市場で優勢になりやすい。当然、円買いも相応に起きる。しかし、その震度はその通貨が置かれている需給環境で変わるものだ。貿易赤字国になってまだ10余年しか



経っていない日本はFRBの利下げを貿易赤字国として迎えた経験に乏しい。貴重なサンプルとして今から約5年前となる2019年7月に行われた10年7か月ぶりの利下げがある。この時を振り返ると直前・直後こそ円高が進んだものの、一方的にその地合いが定着することにはなかった。利下げが始まった2019年は約▲1.7兆円、その前年（2018年）は約▲1.2兆円の貿易赤字だった。足許に目をやれば、昨年は約▲9.3兆円、今年1～8月合計で約▲4.6兆円（年率では約▲6.9兆円）だ。もちろん、過去2年半の強烈な値幅も踏まえば円相場の反発力が思ったよりも強いものになる恐れはある。しかし、過去に経験したどの米利下げ局面よりも日本の抱えている貿易赤字は大きいという事実は押さえておきたい。今次利下げに応じて再び強烈な円高局面が来るかのような読みには安易に賛同できない。

《メインシナリオへのリスク点検～想定よりも大きそうな家計の外貨資産～》

誰がなっても「金利のある世界」が課題に

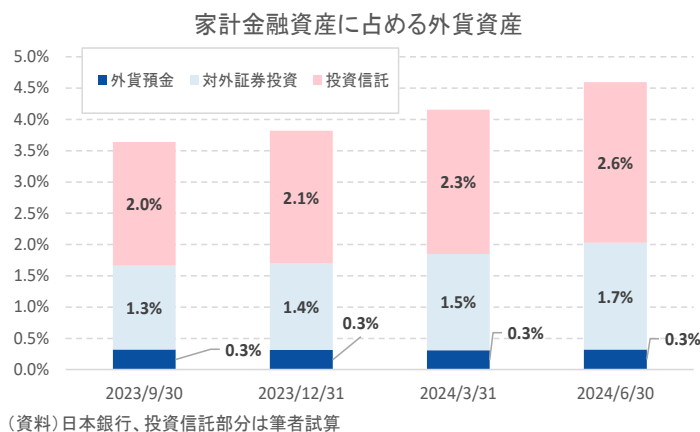
9月27日の自民党総裁選挙を経て石破茂氏が新総裁に選出された。10月1日の衆参両院の本会議で新首相を選出後、新首相による所信表明演説や与野党による代表質問が行われる予定である。新政権の経済政策の全容が本稿執筆時点で判明しているわけではないため、多くを語ることは次回の本欄以降に譲りたい。しかし、誰が日本経済の指揮を執るにせよ、今後の日本が人口減少を背景に名目賃金の上昇が持続性を伴い「デフレからインフレへ」という大きな経済環境の変化に直面することはほぼ既定路線である。それは言い換えれば「金利の無い世界」から「金利のある世界」への局面変化も意味する。四半世紀以上も変わらなかった財政・金融政策の大前提が変わる中、新政権の経済政策は執行を強いられるのだ。

その大前提の変化は何を意味するのか。一般論に倣えば、「金利のある世界」での歳出は「金利の無い世界」でのそれに比べて抑制的であることを求められ、いわゆるバラマキと揶揄される拡張財政路線は望む・望まないにかかわらずやりづらくなる。しかし、それが嫌だからと言って「金利の無い世界」を志向すれば、今度は円安がぶり返す。結局、新政権は「円安か金利上昇の二者択一」を迫られる中、今までよりも制限された経済政策（財政・金融政策）の手札で執政が求められる。これまでのように何かにつけて低所得世帯に財政出動を頻発するような財政運営を重ねていけば、為政者の制御が働きにくい為替市場において野放図な通貨安のリスクが高まるだけだろう。必然、選択できる経済政策の組み合わせは過去の政権よりも限定的になる。この点、比較的、地方の高齢者層に手厚い政治を行うのではないかと言われている石破氏の手腕については懸念が先行するものの、その修正力にも注目したい。

外貨性資産比率は初の100兆円突破

現状、総裁選において石破氏が導入に積極的として注目された金融資産課税の行方について確たる方向感はない。しかし、政府が旗振りする「貯蓄から投資」の結果、かつてよりも資産効果が大きくなっていきそうな日本において軽々に導入しづらい政策になっている側面は確かにある。この点、9月19日に公表された今年4～6月期の資金循環統計は本邦家計部門における「貯蓄から投資」の動きを再確認するものであり、それは「円から外貨」を意味する動きでもあった。「下がるドル/円相場」を考察する上で注視したい計数であると同時に、新政権の置かれた政策環境の1つとして念頭に置きたい事実である。以下、定点観測を兼ねて、今後のリスクについても検討しておきたい。

今年6月末時点で家計部門の金融資産は前年比+4.6%増加の2211.7兆円と6四半期連続で過去最高を更新している。記憶に新しいように、円安・株高がピークを迎えたのが7月上旬であるため、こうした仕上がりは想像できたものでもある。毎回注目している筆者試算の外貨性資産は101.7兆円と初めて100兆円を突破しており、総資産に占める割合は4.6%とやはり過去最高であった。2000年3月末と比較すると金額にして約7.7倍、比率にして約5倍まで膨らんでいる。「貯蓄から投資」は徐々に、しかし確実に「円から外



貨」という形態で進んでいる。また、株式・出資金も初の 300 兆円台に寄せ、比率も 13.6%とやはり過去最高水準であった（下表、厳密には 3 月末の 13.7%が過去最高）。2000 年 3 月末と比較すると金額にして約 2.2 倍、比率にして約 1.4 倍まで膨らんでいる。少なくとも今年上半期に関しては、日本の家計部門は資産運用立国の旗印の下、投資意欲を遺憾無く発揮しているように見える。

本邦家計部門の金融資産構成(2024年6月末)			本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末)			2000年3月末から2024年6月末にかけての変化	
	金額(兆円)	構成比(%)		金額(兆円)	構成比(%)	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,211.7	100.0	総資産	1,401.1	100.0	810.5	
外貨性	101.7	4.6	外貨性	13.2	0.9	88.5	3.7
外貨預金	7.1	0.3	外貨預金	3.1	0.2	4.0	0.1
対外証券投資	37.7	1.7	対外証券投資	4.7	0.3	33.0	1.4
投資信託	56.8	2.6	投資信託	5.3	0.4	51.5	2.2
円貨性	2,110.0	95.4	円貨性	1,387.9	99.1	722.0	▲ 3.7
現預金(外貨預金を除く)	1,119.8	50.6	現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9	378.2	▲ 2.3
国債等	29.8	1.3	国債等	50.6	3.6	▲ 20.8	▲ 2.3
株式・出資金	300.8	13.6	株式・出資金	138.3	9.9	162.5	3.7
投資信託(外貨部分を除く)	77.1	3.5	投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7	24.8	▲ 0.2
保険・年金準備金	544.7	24.6	保険・年金準備金	369.9	26.4	174.9	▲ 1.8
預け金など	37.8	1.7	預け金など	35.3	2.5	2.5	▲ 0.8

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

既に 10%は外貨建て資産になっている？

もちろん、8 月上旬の相場変動が反映される次回 9 月末時点の数字はまた異なった姿になるだろう。しかし、8 月以降も家計部門の投資意欲がさほど衰えていないことは月次で確認される投資家部門別の対外証券投資からも確認済みだ。9 月末時点の資金循環統計では、円高の影響もあって外貨性資産比率が低下する可能性はあるものの、それをもって「家計の円売り」が退潮になったと判断はできない。既に過去の本欄でも言及したように、近年急増している外貨建て保険は統計の制約上、保険・年金準備金に含まれている。これが金額にして 544.7 兆円、比率にして 24.6%と非常に大きい。仮に、保険・年金準備金のわずか 1 割でも外貨建て資産だと仮定した場合、外貨性資産比率は 7%を超え、2 割だとすれば 10%に肉薄する。実態として日本の家計金融資産の 10%近くが既に外貨建てになっている疑いは持っても良い。

外貨建て資産を資産別に見た場合、やはり全体をけん引しているのは投資信託で、筆者試算では金融資産全体に対し 2.6%が投資信託である。これに対外証券投資 (1.7%)、外貨預金 (0.3%) が続いているが、上述したような外貨建ての保険商品が仮に保険・年金準備金の 1 割だと仮定すると対外証券投資を超え、投資信託に匹敵する存在感を放つことになる。繰り返しになるが、統計で捕捉できる以上に日本の家計部門における「円から外貨」は進んでおり、これが円安相場の底流にある可能性は否めない。

政治的に容認されやすいのは金利上昇よりも円安

先述の通り、誰がトップに立とうと、今後の日本経済は円安か金利上昇か、いずれかを受け入れる必要がある。円安やこれに伴う株高を放置した場合のスナップショットが今年 3 月末や 6 月末の資金循環統計であり、数字だけを見れば前向きなイメージが得られる。9 月以降の同統計では「金利上昇を前提とした場合、家計金融資産が目減りする」という絵図が示される可能性がある。それ自体、政治的には愉快ではない。また、金利上昇それ自体は住宅ローン金利上昇などを念頭にやはり政治的に嫌気されやすい論

点ではある。実質所得環境の悪化を促す円安も決して甘受できる相場現象ではないが、短い時間軸において「政治的な失点に繋がりやすい」という意味では金利上昇は政治的に避けたい事象ではあろう。

こうした認識に立つと、為政者として金利上昇と円安の二者択一を迫られた場合、望む望まないにかかわらず、やはり円安が選択されやすいように筆者は思う。ポリシーミックスで考えると財政政策は緊縮寄りで配慮を示す一方、通貨・金融政策は円安・緩和寄りという選択が採られやすいのではないかと。もっとも日本で前者が選択されるのかは多分に怪しいものがあることから、結局、野放図なマクロ経済政策運営の下、国債市場はともかく、為替市場が円売りで攻め込まれる状況が出現しやすいと懸念する。

なお、この期に及んでは「二者択一で済めば良い」という心構えも持ちたい。従前述べているように、日銀の連続利上げが行われる未来を想定した場合、それは通貨防衛の手段として執行されている可能性が高く、その時点では円安と金利上昇が同時発生している懸念がかなり濃厚だと筆者は懸念している。いわゆる「金利のある世界」が定着する場合、そういった環境でしか円安を抑制できないという差し迫った状況が想定される。今後迎える新政権において、容認されやすいのは金利上昇よりも円安だが、実際は双方の相場現象が同時発生するリスクも頭に置きたい。

避けたい日本版トラスショック

石破新首相は通貨・金融政策に対してタカ派的な姿勢で知られているためその懸念は小さいが、高市氏が接戦を演じた以上、仮に石破政権の運営が早期頓挫してしまった場合、再びリフレ政策への期待が浮上してくる可能性は無いとは言えない。第二次安倍政権があれほどリフレ思想に染まった背景には 2000 年 8 月、日銀が政府の議決延期請求権を振り切ってゼロ金利政策の解除を決定し、政府と日銀の溝が深まったという過去の怨恨が強く作用したという説がもっぱら持ち出される。当時、官房副長官だったのが安倍氏であった。財政・金融政策にタカ派的な石破氏が失敗した場合、必然的に「では対照的な思想の持主に・・・」という発想に発展する可能性は十分ありうる。

しかし、今後の日本において政府が日銀の政策運営、具体的には利上げを露骨にけん制した場合、ほぼ間違いなく為替市場が円安という形でその負荷を引き受けることになる。その円安が日本社会に多大な痛みを強いる場合、「やはりある程度の金利上昇は必要」というムードは盛り上がりざるを得ない。世論が傾けば、政府的にも利上げの容認は進まざるを得ない。結果、円安と金利上昇が併発する恐れはある。この状況を世論が前向きに評価することはないだろう。結局、中銀の政策運営を無為に束縛すれば、政権の持続性に関わる。過去 2 年半の円安相場は歴史的相場であり、ピークこそ一旦過ぎ去っているものの、日本の金利・為替市場は非常にデリケートな状況にあることを為政者には認識して貰いたいと願う。

思い返されるのは 2022 年 9 月に誕生した英国のトラス政権だ。同政権は市場期待と相対峙する拡張財政路線を敢えて強弁した結果、激しい通貨安と金利上昇に直面し、就任からわずか 45 日間という史上最短記録での退陣を強いられた。金融市場が退陣させたと言っても過言ではない。もちろん、英国と日本では資金循環構造が異なるので単純比較はできないし、あくまで遠い将来のリスクの 1 つゆえ、その精緻な議論も控える。ただ、既に家計部門が円を売ることについて抵抗感が薄れ始めている日本において、これを殊更煽るような情報発信が政治から出てしまうと、英国と同じような混乱に直面する怖さはある。既に「貯蓄から投資」が外貨性資産を中心として盛り上がっている中、将来的なテールリスクの 1 つとして日本版トラスショックと呼ばれるような混乱が起きる可能性は（今回の政権交代では乗り切ったにせよ）警戒を要するのではないかと考える。

◆ ユーロ相場の見通し～まだ分からない 2025 年以降の利下げ持続性～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～予定通りも 25 年以降の不透明感強く～》

利下げ路線主張も 10 月は現状維持に

9 月の ECB 政策理事会は市場予想通り、主要政策金利を▲25bp ずつ引き下げることを決定した。確実に減速が予見される域内労働市場に加え、足許の一般物価情勢も減速が確認されているため、今回の決定自体は既定路線と考えられていた。後述するように、域内の経済・金融情勢がスタッフ見通しに沿って推移していることもあって、ラガルド ECB 総裁は「decision to cut by 25 basis points was perfectly legitimate and, as I said, unanimously decided (▲25bp の利下げは完璧に正当であり全会一致で決定された)」と述べ、政策運営に対する自信を示している。気になる今後の政策運営に関し、興味深い発言も見られた。注目されるユーロ圏消費者物価指数（HICP）に関し、ラガルド総裁は「次回発表の 9 月分こそ鈍化するものの 10～12 月期は騰勢を強めるが、年明け以降は再び下落に転じるはず」と述べている。今後明らかになる 10～12 月期の強いインフレ指標はあくまで一過性であるため、過剰反応すべきではないというのが政策理事会の本音と見受けられる。

敢えて目先の HICP が不都合な（強い）動きをすることを明かした上で「data dependency does not mean data point dependency（データ依存はデータポイント依存ではない）」と述べ、利下げ期待が後退する展開を押さえようとしている発言は興味深い。それほど自信があるのだろう。なお、次回会合である 10 月 17 日については「過去のインターバルに比較すれば相対的に短いインターバル（a relatively short period of time compared with other intervals）」とラガルド総裁は述べており、データ依存を強調するにも時間が十分ではない旨に言及している。10 月は現状維持と考えて差し支えあるまい。

ドラギ・レポートについて

なお、会見では 9 月 9 日に公表された EU の対外競争力改善に関する報告書に対する質問も多く見られた。同報告書は前 ECB 総裁および前イタリア首相であるマリオ・ドラギ氏に取りまとめていることからドラギ・レポートと呼ばれ公表前から注目されていた欧州委員会の成果物である（作成自体は 1 年前に決まっていたものだ）。詳しい内容は別の機会に議論したいと考えるが、同報告書では米国や中国に劣後する EU の産業競争力を如何に改善するかという問題意識の下、執筆されている。記者からは同報告書に因んで「ドラギ・レポートの提案を実現するために、何らかのかたちで金融政策を調整するつもりがあるか」という質問が飛んでいるが、ラガルド総裁は「報告書には、ECB の使命を変更するべきだという示唆は見当たらない」としてほぼ取り合っていない。あくまで報告書が要求するのは「政府が責任を負うことになる多くの重要な構造改革」と述べ、それは「中央銀行の責任ではありませんが、政府の責任です」と重ねて政府の役割を強調している。実際、報告書では「EU は年間 7500 億ユーロから 8000 億ユーロの追加投資が必要」と述べられており、かつての戦後復興に用いられたマーシャルプランよりも遥かに大きな規模での財政出動を要求している。ゆえに、一義的には加盟国政府とその執行機関である欧州委員会に矢印が向けられた報告書と言える。EU ないしユーロ圏の歴史は「政府の失政を ECB が尻ぬぐいする」という構図が続いてきたこともあり、ECB としてはドラギ・レポートに賛同する部分が非常に大きいのではないかと察する（少なくともラガルド総裁はそうにコメントしている）。

2025 年以降への言質は得られず

既に明らかになっている妥結賃金統計や求人広告から得られるイメージを元にすれば、今年末までは労働市場の減速と HICP の安定は確認されそうであるため、12 月会合で 3 度目の利下げに至ることはさほど難易度は高くない。会見でもラガルド総裁は「我々の以前の予測が裏付けられ、タイムリーに目標に向かっている。特に 2025 年の間に、インフレ率は我々の 2% 目標に向かって低下する」と述べている。2024 年中の利下げ路線は堅く、2025 年に入ってからその歩みは持続可能というのが現在のメインシナリオになる。中立金利水準について質す記者も現れているが、ラガルド総裁は観測不能な中立金利についてコメントすることを避け、「目標に近づくにつれて、目標に到達したかどうかがよくわかる (as we get closer to it, we will know certainly better)」と濁している。

しかし、これまで執拗に論じているように、仮に求人広告賃金の先行性を信じるのであれば（実際にこれに応じた労働市場の減速を ECB は予見してきた）、年明け以降の賃金・物価情勢が果たして減速し続けるのかという不透明は残る。今回改定されたスタッフ見通

ECB のスタッフ見通し (2024 年 9 月)

(%)

	2023	2024	2025	2026
消費者物価上昇率 (HICP) (前回: 2024 年 6 月)	5.4 5.4	2.5 2.5	2.2 2.2	1.9 1.9
コア HICP (前回: 2024 年 6 月)	4.9 4.9	2.9 2.8	2.3 2.2	2.0 2.0
実質 GDP (前回: 2024 年 6 月)	0.5 0.6	0.8 0.9	1.3 1.4	1.5 1.6

(資料) ECB、為替レート (ユーロ/ドル) の前提は 2024-26 年にかけて 1.09~1.10。

※コアはエネルギー・食品を除く

し (図) を見ても、HICP は総合ベースで 24 年から 26 年にかけて +2.5%、+2.2%、+1.9% と 6 月時点の予測が引き継がれているが、コアベースでは 24 年から 25 年にかけて +0.1% ずつ引き上げられている。この点、最新の HICP においてサービスの加速が見られていることを指摘し、その問題意識を質す記者も現れている。ラガルド総裁は好調な企業利益が賃上げを吸収するためサービスの騰勢も落ち着いてくるという従前の見方を踏襲しているが、その一方で「it's obviously a sector that is resistant and to which we have to be very attentive」と述べ、警戒を解くべきではない姿勢も示している。

ちなみに実質成長率に関しては 24 年に +0.8%、25 年に +1.3%、26 年に +1.5% とそれぞれ ▲0.1 ポイントずつ下方修正されており、これらは個人消費の弱さや地政学リスクによる純輸出の落ち込みを織り込んだとされている。現状程度の修正幅であれば大きな問題ではないが、「成長率は下方修正、HICP は下げ止まり」という構図が続けば、スタグフレーション的でもあり、利下げを既定路線とする ECB にとってはリスクシナリオと言える。

「日銀以外は全部ハト」という前提の怖さ

議論を欧州の外まで拡げて展開した場合、必要以上に欧米中銀のハト派傾斜を織り込もうとする動きにはやはり警戒が必要にも感じる。現状、過去 2 年半では最も欧米を中心とする世界の中央銀行に対して利下げ期待が強まっており、9 月は米債市場における逆イールドの解消 (順イールドの定着) も話題になった。目先の利下げ路線に対する強い確信が市場を支配している状況と言えるだろう。片や、欧米とは対照的な立ち位置にある日銀の状況を踏まえ、円に対する強気な見方が跋扈する現状がある。

こうした「日銀以外は全部ハト」という前提はどこまで盤石なのか。多くの市場参加者は今後の欧米経済の継続的失速を自明の前提としており、これは過去の利上げ効果が今後顕現化する以上、必然の帰結ではある。しかしながら、リーマンショックやパンデミックを経て「実体経済減速には超低金利対応」と

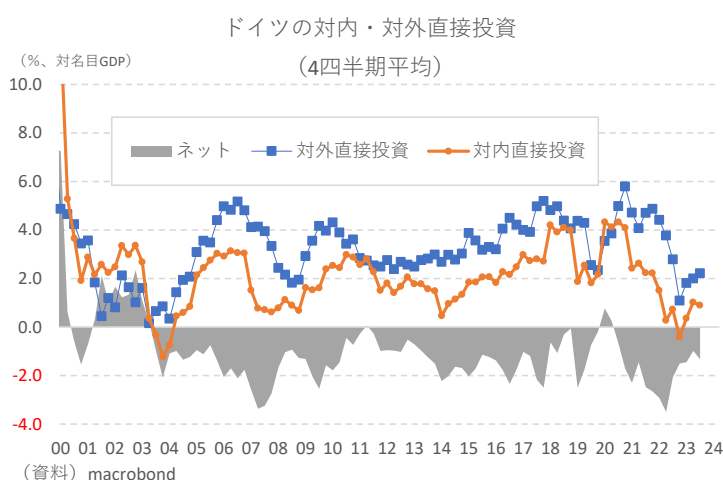
いう常識が刷り込まれている市場参加者が多いことは気がかりにも感じる。過去 15 年以上にわたって、多くの市場参加者は「普通の循環的な景気後退」に慣れておらず、極端な失速と極端な対応に慣れきっている面が大きくなってはいないだろうか。必然、円金利から見れば、対米金利差、対欧金利差の顕著な縮小とこれに伴う円高が叫ばれやすくなるわけだが、実際は自然利子率が恐らくは日本より高い欧米の景気失速が限定的で、さほど円金利との格差も縮まらないというシナリオも十分考えられる。

今回のラガルド総裁会見はハト派方向に視線を向けつつ、いつでもタカ派方向へ旋回できる半身姿勢を強調するものであった。HICP や雇用・賃金に係る計数次第で状況が急変する可能性を念頭に置くべきであり、ユーロ相場に関しても「利下げに応じてユーロ安」という単純な見通しが今後 1 年間にわたって本当に通用するのか熟考が必要である。

《ユーロ圏経済の現状と展望～ドイツの産業空洞化は遂に始まったのか？～》

産業空洞化を象徴する VW 工場の閉鎖

9 月 2 日、ドイツ最大手の自動車企業であるフォルクスワーゲン (VW) 社がドイツ国内の工場閉鎖を検討しているとのニュースが大々的に報じられた。かねて本欄ではドイツ国内の経済活動にかかるコストがにわかに上昇していることを背景に同国の直接投資フローが純流出に傾いている兆候に注目してきた。その兆候は既に国際収支統計上では確認されつつあったもので、特に 2022 年から 2023 年にかけては海外からドイツへの対内直接投資が急



減し、直接投資全体では過去に類例を見ない純流出に直面した。VW 社のニュースはドイツ企業が海外へ脱出するニュースだが、国内のビジネス環境悪化にいち早く反応したのはやはり外資系企業だった。2022 年以降は「対内直接投資の減少」が注目されてきた一方、今回のニュースを皮切りに「対外直接投資の増加」は一段と注目集めるようになるだろう。

今回は製造業大国ドイツの象徴でもある VW 社が国内工場を閉鎖するという動きであり、87 年に及ぶ同社の歴史では初の意思決定となる。そのショックはシュルツ政権にとどまらず、中長期的に見たドイツ経済の展望に関わるだろう。ちなみに工場閉鎖に加え、「2029 年まで雇用を保障するという労働組合との協定」について打ち切りが検討されていることも報じられている。同社が全世界で雇用する 65 万人の約半数 (30 万人) がドイツ国内の労働者と言われていることから、この方針がドイツ労働市場に与える影響は無視できないものになる。「ドイツの不調」は「ユーロ圏の不調」であり、当然、ECB の「次の一手」を検討する上でも重要な材料になり得る。

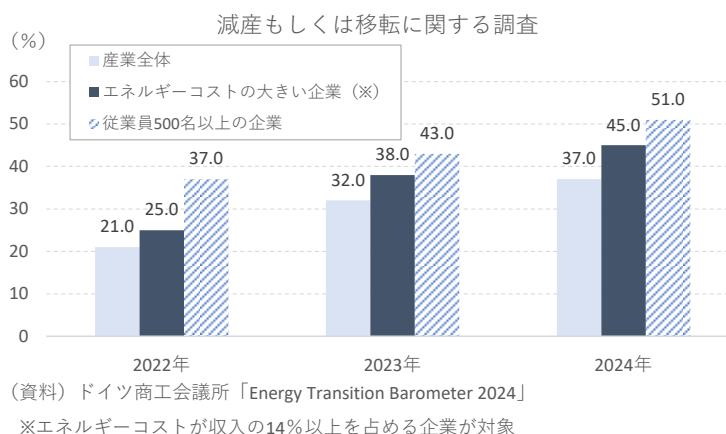
色褪せる最強国ドイツの立地

筆者は拙著「アフター・メルケル―「最強」の次にあるもの」において、ドイツは「永遠の割安通貨」である共通通貨ユーロのほか、為替リスクや関税・非関税障壁がない周辺国における需要、東欧から得ら

れる良質かつ安価な労働力などに支えられ、「輸出拠点としてのパワー」を維持できているという点が日本との最大の違いであり、強みであると論じた。また、2015年9月の無制限移民受け入れの余波もあって人口減少ペースが鈍化するという点も日本との大きな差異として注目されるものであった（もっともその副作用で教育や治安の面でドイツ社会は大変な苦勞を抱えている¹⁾）。

だが、この「輸出拠点としてのパワー」がいよいよ失われつつあるというのが近況である。今回の決定に際し、VW社のオリバー・ブルーメ CEO が「ビジネスを行う場所としてのドイツは、競争力という点でさらに後れを取りつつある」と述べた通り、ドイツを巡るビジネス環境は特にパンデミック以降で激変している。2022年3月、常々危険だと周囲から論されていたロシア依存の天然ガス調達はロシア・ウクライナ戦争開戦で途絶し、2023年4月には理想にとりつかれたように脱原発を取行、元々高止まりしていたエネルギーコストをさらに押し上げた。国外に目をやれば、媚中外交と揶揄されてまで獲得した中国市場も同国の景気停滞や外交上の軋轢もあって先行き不透明感を強めている。エネルギーや通貨といった面で安価な生産コストが保証され、中国という巨大な販売先も確実に見込めたからこそ強かったドイツの「輸出拠点としてのパワー」は、とりわけエネルギーの面から崩れ始めている（通貨の面に関しては様々な尺度があり得るので別の機会に議論する）。

この点、ドイツ商工会議所（DIHK）が2024年8月1日に公表した約3300社の加盟企業に対する調査がドイツ企業の苦境を明示している。調査によると、減産もしくは海外への移転を検討している国内企業の割合が37%と、2022年の21%、2023年の32%から増勢傾向にあることが確認されている（図）。この傾向は特にエネルギーコストが高い企業（エネルギーコストが収入の14%以上に相当する企業）や大企業（従業員500名以上）に顕著であることも指摘されており、これらの企業に関しては概ね2社に1社が減産や移転を検討しているという結果である。



調査では高いエネルギーコストがもたらした結末はビジネス拠点としてのドイツにとって決定的（crucial）とされ、今回の調査はビジネス拠点としてのドイツからの離脱トレンドを確認するものであったとまで書かれている。ドイツ人が大好きだったはずの気候変動への配慮などエネルギー政策の「正の側面」については調査の自由記述欄に見られたものの、多数派ではないとの旨も言及があった。ちなみに、調査では企業の生の声として「ドイツの脱工業化（deindustrialisation）が始まっており、それに対して誰も策を講じていないように思える」といった悲痛な思いが紹介されている。そのほか「組織的に可能であれば、生産拠点の（一部）海外移転も実施する」という実際の声も紹介されている。まさに理想に絶望し、現実には覚醒するドイツ企業の様子が透ける。

ちなみに現在のドイツ経済・社会の苦境は脱原発に着手し、ロシア・中国依存を進めてきたメルケル政権の「負の遺産」という評価が目立つ。しかし、16年間続いたメルケル政権のうち12年間はシュルツ首

¹⁾ 例えば移民の子供達を大量に抱えることで物理的に教員が不足し、学力低下を招いているとの指摘がある。また、小学校ではドイツ語が不自由な子供達が増えており、これも学力低下の一因との指摘もある。ドイツにおける移民の「負の側面」は日本の教訓となる。

相の所属する社会民主党（SPD）が連立相手として参加し、何より 2023 年 4 月 15 日、国内のエネルギー環境が最悪と言われる最中でわざわざ脱原発に踏み切ったのはショルツ政権である。脱原発を完了するタイミングで行われた世論調査では 52% が脱原発方針に反対していたのだから（同年 4 月 9 日付の独紙ビルト）、現在の苦境に対しショルツ政権の責任が無いとは言えない。

産業空洞化と言えば日本

輸出大国が産業空洞化を経て停滞に至るという現象から思い返される例は日本だ。周知の通り、日本は金融危機後の超円高に喘いでいる最中に東日本大震災が発生し、2011 年当時の日本企業は六重苦と直面しているとの論評が注目されていた。具体的には①円高、②経済連携協定の遅れ、③法人税率の高さ、④労働市場の硬直性、⑤環境規制、⑥電力不足・電力コスト高である。過去の本欄や拙著で繰り返し論じている点だが、日本企業が対外直接投資を加速させ、日本の貿易収支赤字が定着したのがちょうど 2011～12 年頃だ（そして 2013 年以降、日本はヒステリックな円高局面を経験しなくなっている）。経済を含めて日本が最も沈痛なムードにあった 2011 年中頃、帝国データバンクは「産業空洞化に対する企業の意識調査」を行っているが、この際、上位 3 つの回答が「円高」、「人件費の高さ」、「電力などエネルギーの供給問題」であった。通貨高への懸念が特に大きく、これに人件費と電力コストが続いていた。

恐らく、上記 3 つの回答は産業空洞化に関する企業意識として日本企業でもドイツ企業でも大差ないだろう。ドイツの場合、日本のような過剰な通貨高への心配は共通通貨という性質に鑑みればあり得ないもの、その分、日本よりも急性的な「電力などエネルギーの供給問題」がある。既に商工会議所の調査でドイツ企業の声を確認しているため、確認するまでもないが、ドイツ国内のエネルギーコストは電気代もガス代も鋭角的に増加している（図）。ようやくピーク

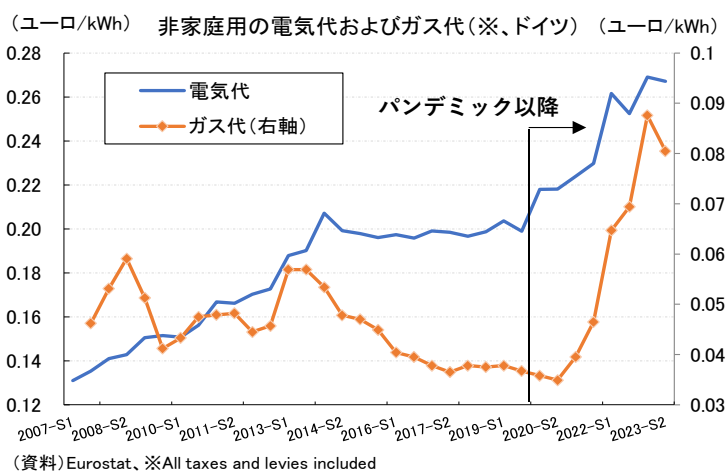
産業空洞化に対する企業の意識調査

海外流出が加速する要因 上位10項目（複数回答可）	比率（％）
円高	49.2
人件費が高いため	39.5
電力などエネルギーの供給問題	37.9
税制（法人税や優遇税制など）	28.3
取引先企業の海外移転	26.5
人口の減少	23.4
新興国など海外市場の成長性	22.4
経済のグローバル化	21.4
原材料などの調達費用が高いため	12.9
為替のリスクヘッジ	12

（資料）帝国データバンク「産業空洞化に対する企業の意識調査」2011年8月3日

※調査期間は11年7月19日～31日。調査対象は全国2万3,065社、有効回答企業数は1万1,006社。

日本の貿易収支赤字が定着したのがちょうど 2011～12 年頃だ（そして 2013 年以降、日本はヒステリックな円高局面を経験しなくなっている）。経済を含めて日本が最も沈痛なムードにあった 2011 年中頃、帝国データバンクは「産業空洞化に対する企業の意識調査」を行っているが、この際、上位 3 つの回答が「円高」、「人件費の高さ」、「電力などエネルギーの供給問題」であった。通貨高への懸念が特に大きく、これに人件費と電力コストが続いていた。



アウトの兆しも見られるが、パンデミック前の水準と比べれば 2023 年末時点でガス代は約 2.2 倍、電気代は約 1.3 倍に膨らんだままだ。対露関係の悪化による天然ガス調達の途絶はある程度不可抗力だとしても、その苦境を横目にわざわざ理想のために原発稼働を断ち切ったという政治判断をドイツの企業部門が受け入れるのは難しいだろう。こうした状況に対し、2023 年 8 月 29 日にはドイツ政府が「ドイツ、

ビジネス拠点としての 10 個の計画」を提示しているが²、それまでにお題目として繰り返されてきた再生エネルギーや水素の最大活用を宣言するものであり、長期的な解決策になっても（もはやそれすら怪しいが）、短期的なエネルギー価格抑制には立たない宣言であった。

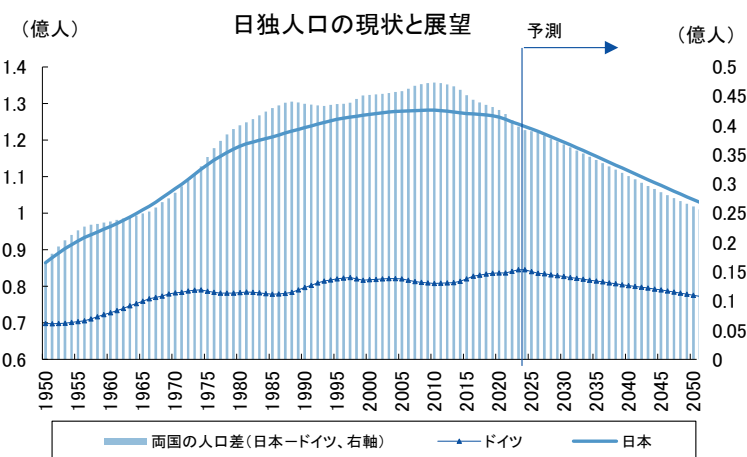
日本の二の舞はあるのか？

そうした政治の体たらくに愛想を尽かせた結果が減産や移転の検討という現状に至っているわけだが、筆者はドイツが日本の二の舞になるとまでは悲観していない。そもそもドイツにとって最大の輸出先は域外に限れば米国や中国が大きい、世界全体で見れば最大の輸出先は EU で 50%以上を占める。為替リスクのないユーロ圏に限っても 40%弱だ。輸出全体に関し、常に 40%前後は為替リスクも無く、関税・非関税障壁も気にする必要が無い（しかも隣国ゆえ輸送コストも小さい）という

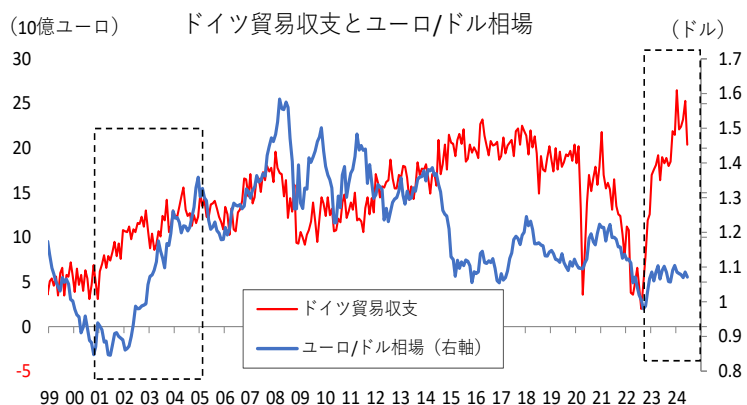
のは日本にはない強みである。また、人口動態面でも日本とドイツの差は確実に縮小傾向にあり、国連人口予測の数字を前提とすれば 2100 年までに両国の差は約 260 万人程度まで肉薄するという未来も視野に入っている。日本が輸出拠点としてのパワーを維持できていない背景として今や労働力不足は外せない論点となっているが、この点でもドイツが明らかに有利を誇る。

もっとも、これは「ドイツが日本のようにになるか」という話であり、それは「ドイツが貿易赤字国になるか」という問いでもあることから、ドイツにとってはそもそも遠いシナリオである。脱原発路線の修正は検討されず、対露・対中関係も現状のままということであれば、基本的に現状対比でドイツの産業空洞化は進まざるを得ない。それは世界最大の貿易黒字国が曲がり角に差し掛かっている可能性を

示唆する話であり、ユーロ相場の中長期的な価値を検討する上でも根本的に重要な話になってくる。日本ほど追い詰められないとしても、盤石な需給構造が保証されていたユーロ相場に 1 つの欠点が生まれるのかどうかという目線でも今回の VW 社のニュースは注目される。例えば、ドイツの貿易収支とユーロ相場は相応に安定した関係があったようにも見受けられ（図）、かつてパリティ割れを引き起こした局面ではドイツ貿易収支が思うほど黒字を稼げていなかったという事実も垣間見える（2022 年に関しては一時赤字転落の間際にあった）。為替市場の観点からもドイツが「輸出拠点としてのパワー」をどれほど



(資料) 国際連合、Macrobond



(資料) macrobond

² ドイツ政府「Kabinettsklausur: 10 Punkte für den Wirtschaftsstandort Deutschland vorgestellt」2023 年 8 月 29 日

維持できるのかというのは重要な論点である。

ユーロ高とドイツの産業空洞化

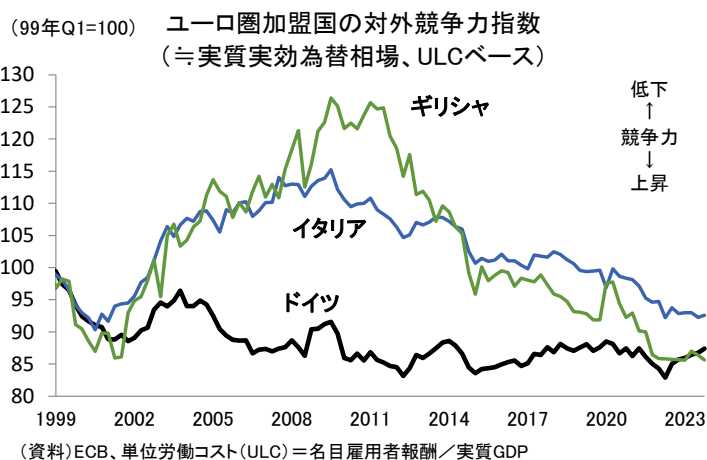
上述の通り、VW 社のドイツ国内工場閉鎖の主因はエネルギーコストの高騰であり、これは理想に浮かれて脱原発に踏み切り、再生エネルギーなど高価かつ供給が不安定な電源構成に軸足を移した失政の結果でもあった。だが、ドイツの産業空洞化に関してはエネルギーコスト以外に通貨高を理由に挙げる向きもある。確かに、ロシア・ウクライナ戦争後の利上げ局面を経てユーロには金利が付くようになり、名目実効為替相場

(NEER) は統計開始以来のピークを更新し続けている (図)。この点は主に対ドル、対円

での水準しか話題にならないユーロ相場においてあまり知られていない事実である。慢性的な通貨高が産業空洞化の一因になった日本の経緯とドイツを重ね合わせようという論調も見受けられる。

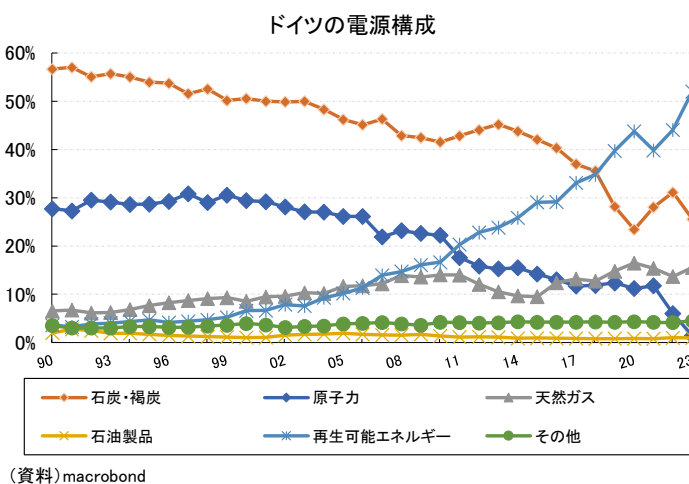
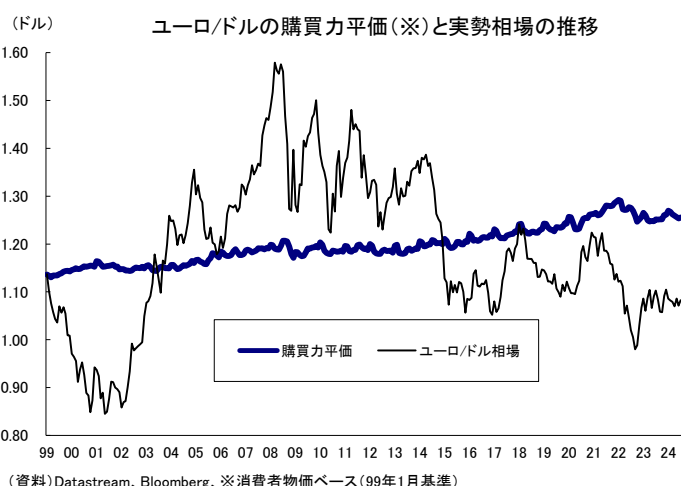
だが、それは端的に「甘え」だろう。ユーロ相場の歴史においてそれが「最高値」であることと、ドイツにとって「高過ぎる」ことは全く別の問題だ。世界 3 位 (昨年までは 4 位) の経済大国であるドイツにとって、「ユーロが高過ぎる」と感じる状況は起こりようがなく、近年騒がれているドイツ企業による対外直接投資 (端的には海外生産移管) の加速を説明する要因として説得力は乏しい。ギリシャやイタリアも含めてユーロである以上、ユーロがドイツにと

って強過ぎると感じるほど上昇することは理論的に想定されない。裏を返せば、仮にドイツ国内の製造業が対外直接投資を検討せざるを得ないほどユーロ高が進んでいる場合、もっと早いタイミングでイタリアを筆頭とする南欧諸国から悲鳴が上がっていなければおかしい。図は ECB が四半期に 1 度公表する対外競争力指数 (HCI) だ。これは端的にはユーロ加盟国別で確認する実質実効為替相場 (REER) であり、ここでは近年注目される人件費に着目する意味から単位労働コスト (ULC) で実質化している。図示されるようにドイツの HCI はユーロ導入後、基本的には低位安定している。導入後の急騰を経て、後に欧州債務危機を経験した南欧諸国などと比べれば、ドイツの国内製造業は長い間、安定的に安い通貨を享受してきたと考えられる。



PPP 対比でもユーロは割安、電源構成こそ要諦

ちなみに NEER で史上最高値にあると言っても、対ドルでの購買力平価(PPP)は 1.25～1.26 付近にあり、これと比べれば現水準は▲10%以上も割安である。少なくともドイツが「高過ぎて困る」と感じるほどユーロ相場が暴騰しているとは思えず、これをもって産業空洞化の一因と論じることにはやはり違和感が大きい。そもそもドイツ輸出の 4 割前後は為替リスクのないユーロ圏に輸出されており、EU まで広げれば 6 割前後に達する。通貨高を理由にしてドイツ企業がコストをかけて国外脱出を検討するような状況はそもそも想定されない。なお、既に述べたように、ドイツの場合は大量の移民受け入れの影響もあって人口減少の憂いもなく、東欧からの労働供給が見込める状況にある。産業空洞化に関し、日本の場合は語るべき論点が為替や人口動態などを中心として複数あるものの、ドイツの場合は何を置いてもエネルギー政策の問題がある。脱原発政策を経て歪んでしまった電源構成(右図・下)に現政権もしくは来年の総選挙を経て生まれる次期政権が切り込めるのかどうか。対露・対中関係という外生的要因はともかく、理想に浮かれたエネルギー政策が転換するかどうか「帰ってきた病人(sick man returns)」の快復にとって何よりも大事な話になる。



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。