

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2024 年 12 月 25 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～需給は均衡、金利で円安再起動へ～

2025 年の円相場におけるポイント～需給分析編	P.3
2025 年の円相場におけるポイント～金利分析編	P.8
※補論: スイスフランから透ける円の立ち位置～「最強 vs. 最弱」の背景～	P.12
メインシナリオへのリスク点検～米金利急落、円金利急騰はあるのか？～	P.14

◆ ユーロ相場の見通し～内憂外患、パリティ割れも視野に～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～目指すは中立金利以下か？～	P.17
ユーロ圏政治の現状と展望～内憂外患そのもの～	P.19

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

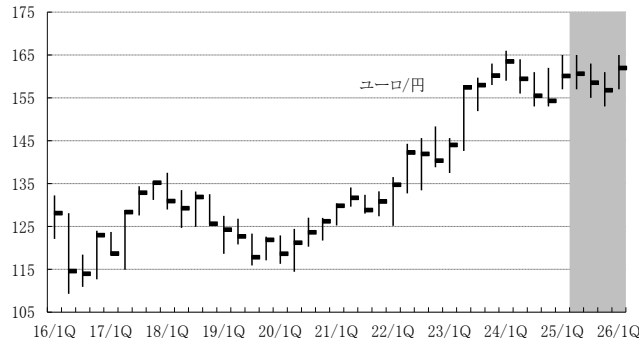
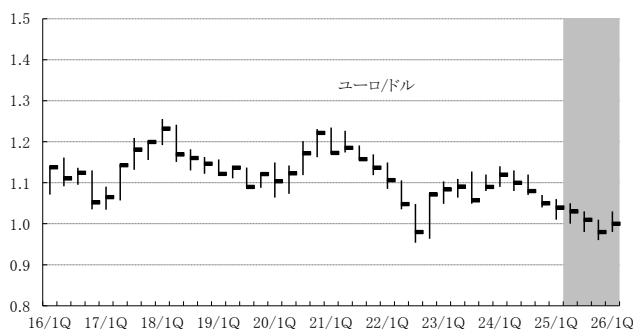
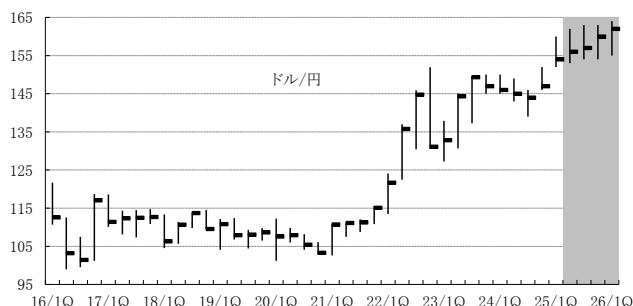
12月のドル/円相場は反転上昇した。日米中銀の対照的な情報発信を背景として円安再起動を見込む声は増えている。予測期間中、1～3月期はまだ日銀の利上げ、FRBの利下げという対照的な構図を背景として円高を拾う機会は訪れる可能性はある。だが、4～6月期以降は日米中銀共に政策修正の手が止まる可能性が高い。極端な展開を織り込もうとする市場期待の性質を思えば、年央から年後半にかけてFRBの利上げ再開が織り込まれる時間帯すら警戒される。片や、円の需給環境はどうか。資源価格の落ち着きを主因として貿易収支赤字は縮小が見込まれるものの、旅行収支黒字のピークアウト、デジタル赤字の拡大なども踏まえれば、CFベース経常収支は大きく改善せず、概ね均衡程度に落ち着くだろう。これに加えて、新NISAに伴う「家計の円売り」も2024年から規模を落とす可能性があるにせよ、相応に続くはずである。かかる状況下、「円を売りたい人の方が多い」という事実は変わりそうにない。こうした金利・需給環境を総合すると、需給面では過去3年の中で一番「まし」な状況が予想される一方、金利面ではそれと入れ替わるようにFRBの「利下げの終わり」が争点化する構図になる。その結果、予測期間後半にかけてドル/円相場が続伸する展開をメインシナリオとしたい。リスクシナリオとしては160円以上が定着する局面で日銀が通貨防衛を企図した連続利上げを強いられる展開などは否めない。

片や、12月のユーロ相場は続落した。ユーロ相場への逆風は引き続き強い。元々脆弱な経済面に加え、政治面での不透明感も耳目を引きつつある。域内に目をやれば、ドイツを筆頭として域内の経済・金融情勢が精彩を欠く状況下、ドイツおよびフランスにおいて相次いで政権が倒れている。しかも、ドイツは25年2月、フランスは同7月以降にならなければ選挙は開催されない。域外ではトランプ次期政権で想定される追加関税への懸念が域内企業の景況感を毀損する状況にある。文字通り、内憂外患と言える苦境だ。要のドイツ経済は25年のゼロ成長が予想され、安定的に潜在成長率を超えて推移する米国経済との差は大きい。これがそのまま予測期間を通じたFRBとECBの利下げ回数の差となるだろう。具体的にECBは25年中に4～5回が織り込まれているのに対し、FRBは1～2回と相応に差がつきそうである。結果、ユーロ/ドル相場が22年以来のパリティ割れを試す展開は十分予想される。なお、トランプ次期政権は恐らく欧州主要国に防衛費増額などを迫る可能性がある。結果、加盟国と欧州委員会が財政規律を巡って摩擦を強める展開もユーロ売り材料として警戒したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～12月(実績)	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期
ドル/円	139.58 ～ 161.96 (157.30)	152 ～ 160 (154)	153 ～ 162 (156)	154 ～ 163 (157)	154 ～ 163 (160)	155 ～ 164 (162)
ユーロ/ドル	1.0332 ～ 1.1214 (1.0408)	1.01 ～ 1.06 (1.04)	1.00 ～ 1.05 (1.03)	0.98 ～ 1.03 (1.01)	0.96 ～ 1.01 (0.98)	0.98 ～ 1.03 (1.00)
ユーロ/円	154.94 ～ 175.42 (163.35)	157 ～ 165 (160)	157 ～ 165 (161)	155 ～ 163 (159)	153 ～ 161 (157)	157 ～ 165 (162)

(注) 1. 実績の欄は12月25日までで、カッコ内12月25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～需給は均衡、金利で円安再起動へ～

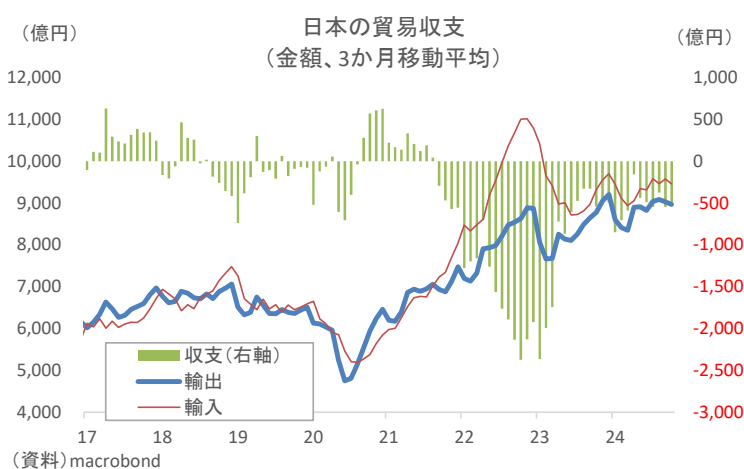
《2025 年の円相場におけるポイント～需給分析編》

2025 年見通しのポイント：需給編

2025 年の円相場見通しのポイントを①需給、②金利の 2 点から整理しておきたい。まずは従前から重視している①に絞って議論を進めておこう。結論から言えば、現時点で入手可能な情報に基づく限り、2025 年も 2024 年並みの偏りがない需給環境が続くと見込んでいる（もちろん、本稿執筆時点では 2024 年の数字は未確定ゆえ、筆者の試算を多分に含む）。需給分析の要となる経常収支は資源価格、為替、相手国との景気格差、地政学リスク等々、多様な材料が集約されるため精緻な予想が困難だが、ラフなイメージでも提示しておくことには価値がある。昨年も同様にラフなイメージを提示したが、実情とは大きく乖離せず、見通し策定には有用であったため、今回も現時点の情報として共有しておきたい。

まず、経常収支の仕上りを最も規定し

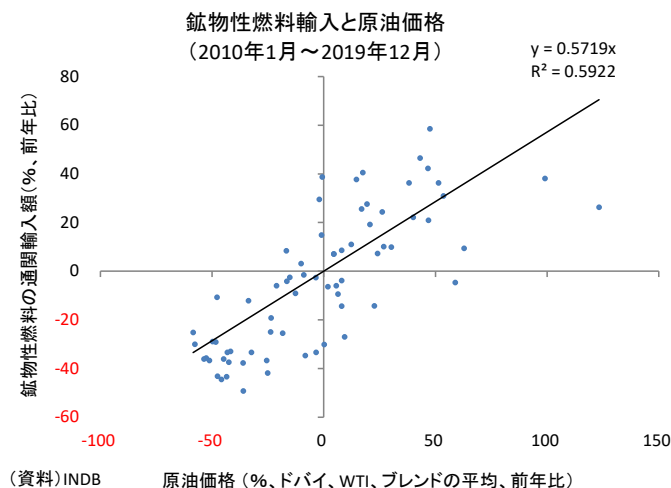
やすい貿易収支は原油価格と円安のピークアウトを背景として赤字縮小を予想する。貿易収支の仕上りを考える上で最も大きな変数はやはり原油価格である。これに関し、近年の原油価格（1 バレルあたり）について通年平均の推移を見ると、2022 年に 100 ドル程度、2023 年と 2024 年は 80 ドル程度だった。2025 年の原油価格を予想することは本欄では控えるが、中国经济不振による需要減退から下落を指摘する



声は多い。その上で第二次トランプ政権による石油業界への積極的な優遇策と増産要請もあって相対的に供給が優勢になるとの見方は多い（もっとも実際に増産に至るまでには長い年月がかかるはずであるが）。逆に、トランプ氏の外交姿勢が地政学リスクを増大させ原油価格を押し上げるとの見通しもあるが、過度な環境規制を巻き直し、化石燃料の供給増加による資源価格下落というストーリーには相応の説得力がある。そもそも追加関税の応酬が世界経済の減速を招き、商品全体への需要を押し下げるとの懸念も強く、これも合理的な予想である。

70 ドル割れが続いた場合

実際、トランプ氏当選後の原油価格は軟調推移しており、本稿執筆時点では断続的に 70 ドルを割り込んでいる。例えば、2025 年が平均 70 ドルで推移したとすると、前年比で約 ▲13% の下落になる。平時という括りでパンデミック前の 5 年間（2014 年 1 月～2019 年 12 月）の統計を前提とした場合、原油価格が 1% 変化すると鉱物性燃料は 0.6% 程度変化するイメージになる（図）。原油価格が ▲13%



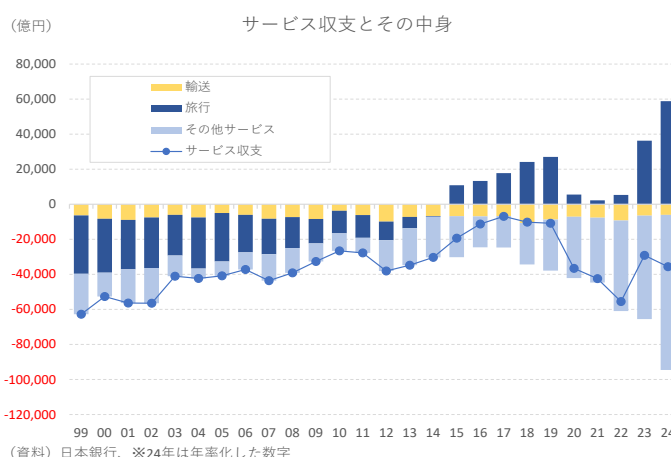
下落した場合、鉱物性燃料の輸入は▲8%弱減少する計算になる。鉱物性燃料は輸入全体の約4分の1を占めるため、輸入総額は約▲2%押し下げられることになる。2023年の輸入金額は約110.2兆円であるから、2%相当は約2.2兆円の収支改善要因ということになる。これは原油だけの話であり、実際の影響は原料品（木材など）、原料別製品（鉄鋼や非鉄金属など）や化学製品（医薬品など）など、輸入構成比が大きな品目の単価にも影響が及ぶはずである。もちろん、これらはラフな試算に過ぎないが、70ドル割れの原油価格が横ばいで続けば、貿易収支全体には兆円単位の改善要因にはなる。

こうした輸入動向の想定だけに依存すれば2025年の貿易収支は改善する期待が大きい。しかし、第二次トランプ政権が仕掛ける貿易戦争の余波で世界経済の成長が抑制されれば、輸出の増勢も必然的に鈍るはずである。この点は全く読めない。特に日本に関しては、虎の子とも言える対米自動車輸出が目の敵にされた上で追加関税が課される懸念も燃える。その場合、収支全体の改善は限定される。輸出増加を確信できない中、2025年の貿易収支が2019年以前の水準（15-19年の5年平均で約+2400億円、10-19年の10年平均で約▲2.6兆円）に戻るのとは難しいと考えておきたい。今年の想定が▲6兆円程度だとすれば改善を見込んでも2025年の仕上がりは▲3~4兆円程度だろうか。それでも2022年に記録した過去最大の赤字（約▲20兆円）の5分の1程度に収まるわけだが、日本の貿易収支の歴史では大きな赤字もあり、これが新常态なのかもしれない。

ちなみに、12月6日には日本貿易会（JFTC）が総合商社大手7社¹による貿易見通しを公表しており、ここでは25年度（25年4月~26年3月）の貿易収支を約+2兆円の黒字と予想している。ここでは各商社の社内外へのヒアリングなどに基づき、個別商品別の需要等を細かに積み上げた上でマクロ分析による判断も考慮されている。ボトムアップで作られている分、筆者見通しよりも粒度は細かい。もっとも、数字こそ異なるが、JFTCの見通しも「輸出以上に輸入が減少することで貿易収支は改善する」との趣旨が重視され、特に円安と資源高のピークアウトが輸入を価格面から押し下げる効果を重視している。25年の貿易収支が24年対比で改善するとの見通しは現時点ではコンセンサスである。

肉体労働は頭脳労働に押されるか

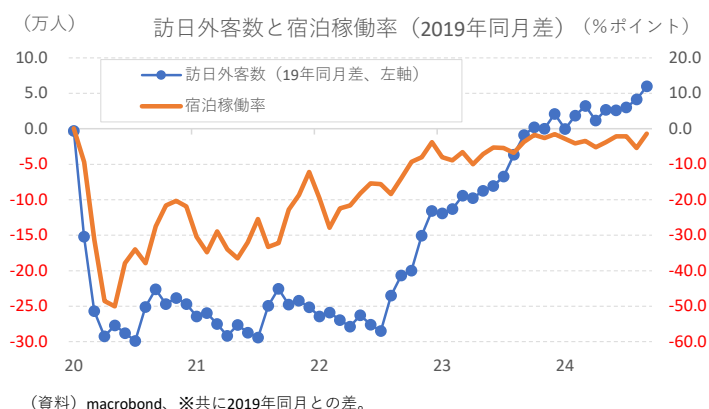
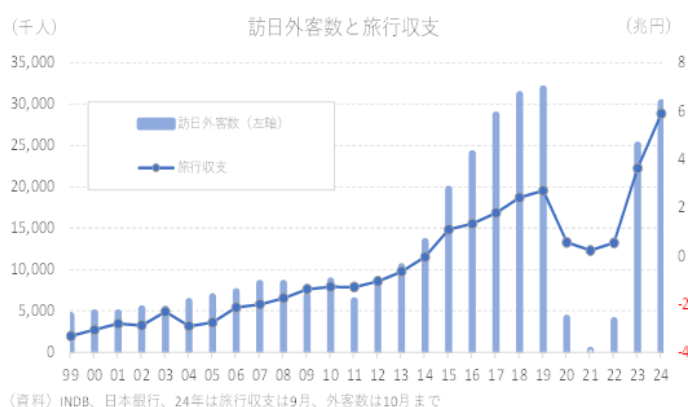
その他の項目については予断を持つのがさらに難しい。第一次所得収支で言えば+40兆円程度、第二次所得収支で言えば▲4兆円程度と2024年並みの仕上がりと考えておくのが無難だろう。もちろん、2024年実績は2025年2月まで待つ必要があるが、これらの数字は本稿執筆時点で明らかになっている1~10月合計に2023年11~12月期並みの実績を想定した場合だ。では、残るサービス収支(図)をどう考えるべきか。この点は確実に起きそうな変化が2つある。1つが旅行収支黒字ピークアウトの可能性、もう1つがデジタル赤字を主軸とするその他サービス収支赤字の増勢が続く可能性だ。いずれも需給悪化（円売り方向への傾斜）を示唆する事実である。図に示すように、近年のサービ



¹ 伊藤忠商事(株)、住友商事(株)、双日(株)、豊田通商(株)、丸紅(株)、三井物産(株)、三菱商事(株)の7社

ス収支は「増大するその他サービス収支（≡デジタル）赤字を旅行収支黒字で打ち返す」という構図が定着している。俗に「頭脳労働 vs. 肉体労働」と言われる構図である。人口減の前提を踏まえれば、いずれ頭脳労働が優勢になるという未来は確定しているわけだが、そのような兆候を 2025 年に感じるようになるのかが注目である。結論、2025 年も辛うじて近年並みのサービス収支赤字に押さえることはできるのかもしれない。しかし、確実に増え続けるデジタル赤字を旅行収支黒字で相殺し続けることはできないことは知っておきたい。

まず、旅行収支に関しては前年比での増勢は鈍るだろう。多くの人々は忘れてるように思えるが、日本では 2023 年 3 月まで水際対策と称した防疫措置を取っていた。これは既に正常化が定着していた当時の世界経済では極めて特殊な事例として指差されていた。今年の旅行収支は過去最大を記録した 2023 年の約+3.6 兆円からさらに+5 兆円台へ急増し、+6 兆円に肉薄する可能性がある。これほどの増加幅は 2023 年 1～3 月期の黒字が政策的に抑制されていた結果でもある（1～3 月期だけ比較すれば 2023 年は+6615 億円、2024 年は+1 兆 2550 億円と倍増している）。2025 年に同様の变化幅を期待するのは難しいだろう。言い方を変えれば、ようやくパンデミックとは無関係の、地力としての旅行収支の変化を確認するのが 2025 年になる。この点、人手不足や円安のピークアウト、日本におけるオーバーツーリズムへの警戒なども踏まえると、旅行収支黒字のピークアウトは 2025 年に注目したい 1 つのテーマではある。ちなみに宿泊稼働率は 2019 年時の水準を未だ超えられているわけではなく、伸び悩みの兆候はある（図・下）。旅行収支黒字は 2024 年並みを維持できたとして+5 兆円程度、ピークアウトが顕著になるケースとして+4 兆円から+5 兆円の間といったところだろうか。

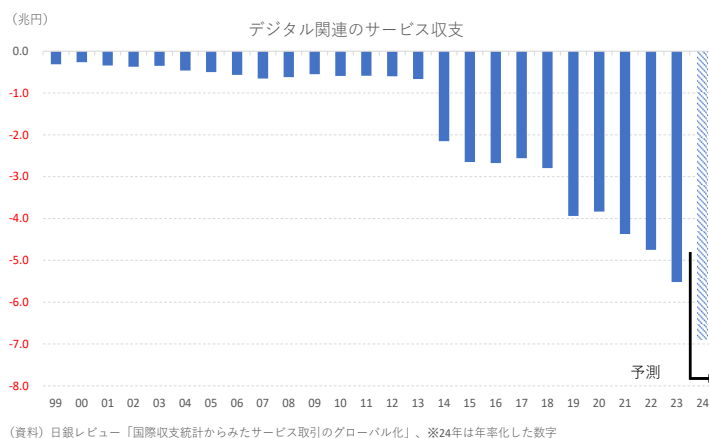


デジタル赤字は伸びる

一方、旅行収支黒字と対を成すようにその他サービス収支赤字も毎年のように過去最大を更新しており 24 年は 1～10 月合計で約▲7.1 兆円と 2023 年通年の赤字（約▲5.9 兆円）を超えている。このうち、近年注目されるデジタル関連サービスに支払う赤字（以下デジタル赤字）は約▲7.1 兆円のうち約▲5.6 兆円と殆ど部分を占める。ちなみに 2023 年の貿易収支を例に取れば、日本が輸入する液化天然ガス (LNG) が約▲6.5 兆円、石炭が約▲5.8 兆円であった（原油は約▲11.4 兆円）。今や GAFAM を中心とする米巨大 IT 企業から供給されるデジタルサービスは天然資源と引けを取らないほどの必需品として経済活動にビルトインされてしまっている。その性質から需要の価格弾力性は極めて低いため、値上げされても消

費は続くことになる。図に示すように、パンデミックを経てデジタル赤字は急拡大している。2022 年や 2023 年の急拡大は円安地合いが寄与しているとしても、拡大傾向は 2020 年以降の話であり、純粋にデジタルサービスへの需要が急拡大してきたと見るのが妥当だろう。これが 2025 年に途切れる理由は無い。ちなみに筆者も委員として参加した財務省「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」の第 1 回議事要旨には「デジタル赤字の背景には、コロナ禍で、学生等にリモート学習のためのツールを配布したこともあるが、これについては、若者への投資という側面もある」との記述がある。パンデミックを契機として遠隔会議や授業、セミナー等を実施するようになったのは教育機関だけではなく、社会のありとあらゆる場所でこれが日常として取り入れられるようになった。今後は企業や教育の現場で AI 活用が頻繁化してくることを思えば、この流れがいつ、どうやって止まるのか想像がつかない。

筆者試算ではデジタル赤字は 2024 年に約▲7 兆円に到達すると見込んでいる。デジタル赤字の前年比変化率に関し、過去 10 年平均を取ると+13%程度だ（デジタル赤字は 2014 年以降しか計算できないので 10 年平均が最も長い平均になる）。仮に、今年が約▲7 兆円だと仮定すれば、2025 年は約▲7.7 兆円まで赤字が膨らみ、その他サービス収支赤字全体では▲8 兆円に肉薄することになる。輸送収支が前年並みの▲6000 億円だとすると、サービス収支赤字は▲3.6 兆円程度（その他サービス収支の赤字▲8 兆円、輸送収支の赤字▲6000 億円、旅行収支の黒字+5 兆円）になる。これはほぼ近年のイメージから逸脱しない程度の赤字水準だ。文字通り、頭脳労働（デジタルサービス）に支払う外貨を必死に肉体労働（観光産業）で相殺し、赤字の拡大を食い止めているという表現が当てはまる。しかし、人口減少が続く限り、頭脳労働に押し負ける未来は不可避であるため、サービス収支赤字が堰を切ったように拡大するタイミングには国として構える必要がある。



CF ベース経常収支は均衡イメージ

以上の議論を数字でまとめたものが右表になる。繰り返しになるが、経常収支に影響する変数は非常に多く、現実の数字は大いに可変的である。とはいえ、キャッシュフロー (CF) ベース経常収支の見通しに関する照会

は非常に多いため、図のようなかたちで示しておきたい。ちなみに、昨年のみずほマーケット・トピック2でも同じようなイメージを作り、CF ベース経常収支は+3 兆円程度の黒字と予想していた。現状、1～10 月分までで約+1.5 兆円の黒

2025年、CFベース経常収支はどうなりそうか？例えば・・・

項目	金額(兆円)	備考
① 貿易収支	-4.0	原油価格下落で改善
② サービス収支	-3.6	
旅行	5.0	増勢がストップ。遂にピークアウトか？
輸送	-0.6	24年並みを想定(※)
その他	-8.0	デジタル赤字は▲7兆円台後半へ？
③ 第一次所得収支	39.8	24年並みを想定(※)
④ 第一次所得収支 (CFベース)	12.9	※過去5年平均の円転率(37%)を想定
⑤ 第二次所得収支	-4.3	24年並みを想定(※)
経常収支 (CFベース)	1.0	①+②+④+⑤
経常収支 (統計上)	27.9	①+②+③+⑤

(資料) 日本銀行より筆者作成、※24年1～10月合計に23年11～12月合計を足した数字で仮置き。

² みずほマーケット・トピック 2023 年 12 月 18 日号「2024 年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～」

字なので、大きく外れることなく推移している。もちろん、これを的中させたとしても円相場見通しの高い精度が保証されるわけではないが、CF ベース経常収支の大幅赤字が視野に入る状況で円相場の騰勢が続くことも恐らくは難しい。大きな過ちをしないために需給の補足は必要である。ここで CF ベースの数字に落とし込むにあたっては、既に年次データが確定している直近 5 年間（2019～2023 年）の第一次所得収支

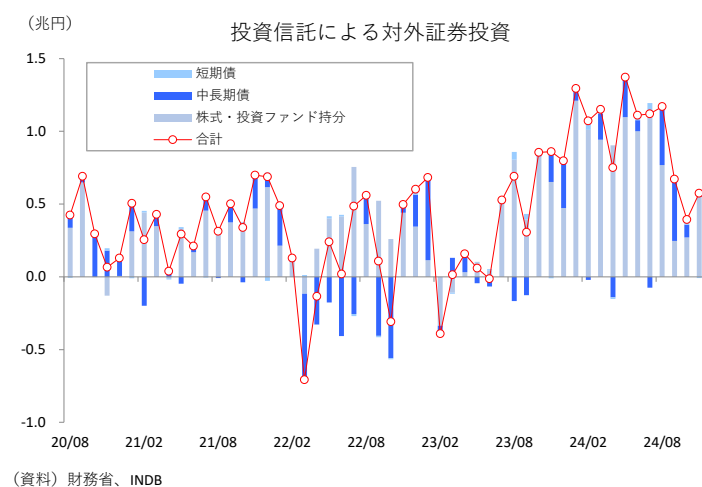
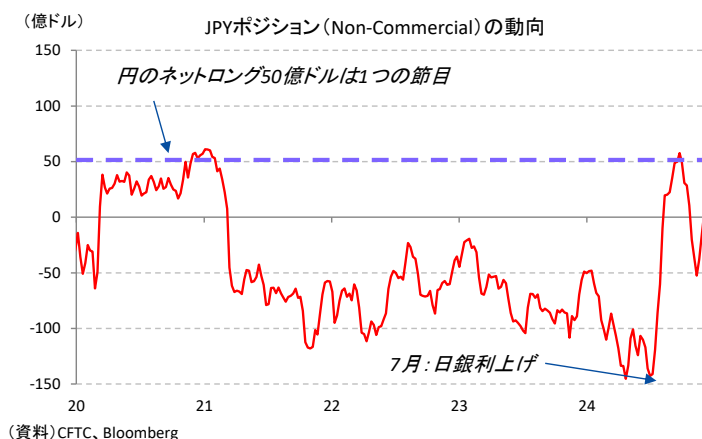
の円転率（確実に円買いが発生すると思われる第一次所得収支黒字の割合）を平均し、当てはめている。この数字を用いた上で 2025 年の CF ベース経常収支を試算すると +1.0 兆円程度になる。概ね均衡といったイメージで差し支えない。「実需の円売り」が円安相場を主導した 2022 年や 2023 年のような状況は再現されず、金利差の説明力、言い換えれば「投機の円売り」の威力が相対的に上がりやすい年になると考えられる。ちなみに、2024 年もそのような年だった。かねて本欄で繰り返しているように、実需が均衡イメージを維持する中で投機が相場動向を支配すると、ボラティリティは上がりやすい。今年で言えば 8 月初頭や 11 月末に見たような円相場の急騰、これに連れた日本株の動揺は起きやすくなる（図）。そのような状況が慢性化してしまうと日銀は正常化方向の政策運営をやりづらくなるだろう。

起きている為替変動が実需・投機のいずれによって駆動されているのかは為替見通しを語る上で明示すべきである。それにより相場変動の持続性を推し量ることができるし、また、変動の幅についてもイメージを構えておくことができる。また、想定外の事象が発生した場合も丁寧な説明が可能になるだろう。日米金利差の拡大・縮小に応じた説明は、どうしても投機のパラダイムをフォローするだけに終始しやすいことには注意したい。

「家計の円売り」の行方

なお、ここまでは需給編と銘打ちながら、経常収支に議論的を絞ってきた。実際、経常収支が最も包括的な需給環境をイメージするのに相応しい計数であることは論を待たない。しかし、今年は新 NISA などに伴う「家計の円売り」も円安相場に寄与していると言われてきた。この点をどう考えておくべきか。過去の本欄でも懸念を示したように、9 月以降、「家計の円売り」の代理変数と注目されてきた投資信託経由の対外証券投資は明確に失速している（図）。具

体的に数字を見て見ると、1～11 月合計で +10 兆 6792 億円に達している。昨年 1 年間で +4 兆 5447 億円だったことを踏まえれば、24 年は円相場に「新しい売り手」が生まれた年だったと言って差し支えない。

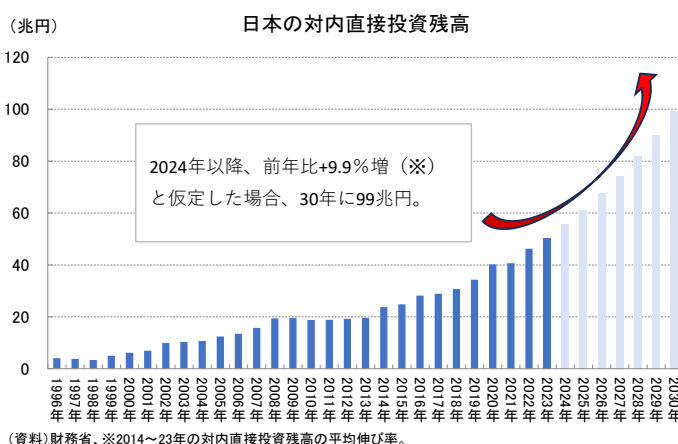


しかし、これが永続的な事象なのか。まだ判断はつかない。図に示されるように、9月以降、その勢いは著しく衰えており、果たして2024年初来からの勢いが資産運用立国元年ゆえのご祝儀だったのか、8月5日の令和版ブラックマンデーの影響なのか、それとも例年9月以降には成長投資枠（年240万円）を使い切ってしまう行動パターンになっていくのかなど、現時点で言えることは多くない。しかし、仮に直近3か月（9～11月）の平均買い越しペースである約+3500億円が本来の姿だとすれば、年間で約+4.2兆円というイメージに萎むことになる。これは23年とほぼ同じペースであり、円安圧力の大きな後退を想起させる。事実として非課税枠が増えた以上、23年以前の買い越しペースに戻る合理的な理由は無いが、年間+10兆円の買い越し（≒円売り）を当然視するのをもまた、過大な想定かもしれない。「家計の円売り」がガス欠を起こす展開は円安が想定以上に進まない要因になる。

対内直接投資の増加は安定的に見られるのか？

CF ベース経常収支が2024年並みにとど

まり、「家計の円売り」が縮小するならば、やはり需給面での円安圧力は減退する可能性が高いということになるだろうか。その上で円買い方向の気になる動きもある。政府が旗振りを行う対内直接投資の促進がそれだ。現状では2030年までに100兆円が政府目標として掲げられている。2023年末で約50兆円なので、これを達成するには今年含めて年間7兆円超の対内直接投資を引き込む必要がある。しかし、今年は年初9か月間で+1.6兆



円（年率化しても+2.1兆円程度）にとどまっている。仮に、今年が2兆円程度で終わるのだとすると、政府目標実現のためには2025年から2030年までに年平均で約+8兆円（（50兆円-2兆円）/6年間）の対内直接投資が必要になる。恐らくはアウトライイト取引である直投フローでこの規模が実現すれば非常に大きな話ではある。例えば、本当に年間+8兆円増えた場合、「家計の円売り」は相殺されることになる。現時点ではその勢いはないものの、政府の後押しもあって、増勢自体は続くと考えておくのが合理的なのだろう。円売り圧力は多少なりとも相殺される話になる。

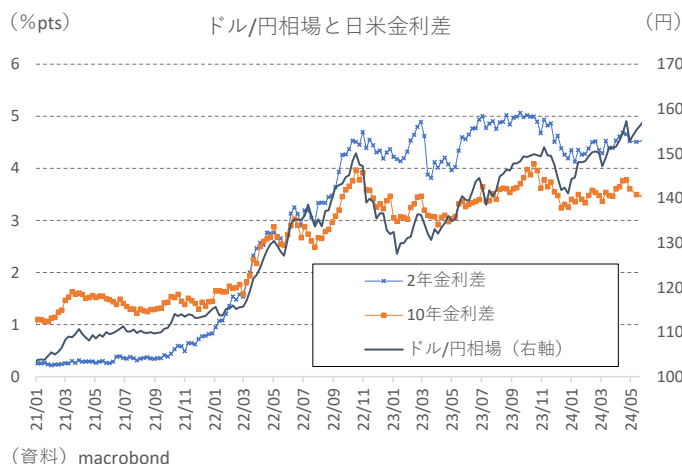
総合すれば、2022年や2023年のような円安相場の再現は需給面からは支持されず、円安が焚きつけられるとしてもそれはもっぱら日米政策金利への思惑を理由としたものにならざるを得ない展開が予想される。この辺りは日米中銀の政策金利の軌道を議論することになるが、金利やそれ以外の変動要因にまつわる議論は次項以降の議論としたい。

《2025年の円相場におけるポイント～金利分析編》

2025年も幅を利かす金利差議論

以上は需給の観点から見た2025年見通しのポイントだとすれば、金利の観点から見たポイントはどうか。「データ依存（data dependent）」のフレーズが示す通り、中銀とて神の目を持つわけではなく、あくまでその瞬間のモメンタムをフォローする存在でしかない。よって、金融政策運営ひいては政策

金利の軌道から、端的には利上げ・利下げの回数を予想するゲームの一環として円相場の見通しを語ることに筆者はあまり大きな意味を感じていない。もちろん、それは重要な説明変数であるが、過去3年弱にわたる円安局面を語るにあたっては、もっと大事なことはあるという立場である。とはいえ、半年や1年の見通しを検討するにあたって、内外金利差が2通貨間の相対的な強弱関係を規定する実情を軽視するのも適切ではない(図)。以下、現時点における金利から見た2025年のドル/円相場のイメージを明示しておきたいと思う。



本当はもっと高い米国の中立金利

まず、FRBの政策運営をどう考えるべきか。結論から言えば、現時点で筆者は2025年中の利下げ回数については上半期中に2回、リスクシナリオでも3回の前提で考えている。12月17～18日に開催されたFOMCで示されたメンバーによる

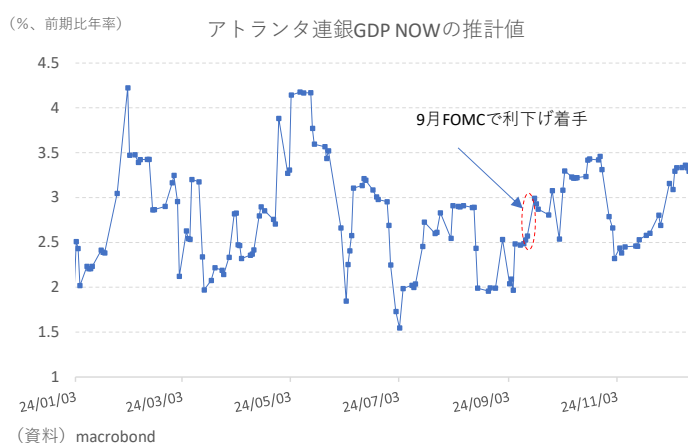
各年末の政策金利見通し(予想中央値)

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%
Dec-24	4.375%	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%

(資料) FRB

政策金利見通し(ドットチャート)では2025年の利下げ回数に関し、2回と示された(図)。具体的な回数はどうあれ、利下げ自体は上半期中のテーマに留まると考えたい。過去の本欄で繰り返し論じてきた通り、2025年は「利下げの終わりが争点化する年」である。パウエルFRB議長が12月会見で「(利下げの)プロセスは新たな段階に入った」と明言していることから読み取れるように、利下げを前提とする円高地合いに持続性は乏しいと考えておくのが無難である。

なお、9月から始まった利下げ局面に関し、12月になって「新たな段階に入った」と評する構図は如何にも朝令暮改である。そもそもFRBが想定する中立金利が低過ぎたのではないか。今回、ドットチャートで示された中立金利と見なせる長期見通し(Longer run)は3.00%で前回(9月)から+15bpほど引き上げられている。しかし、これでも客観的に見て低過ぎる可能性がある。例えばアトランタ連銀のGDP Nowは2%強と目される潜在成長率に対して3%超えの成長が常時示唆されている(図)。この状況下、個人消費支出(PCE)デフレーターが常時、+2%台を維持していることにも鑑みれば、利下げの必要性は基本的

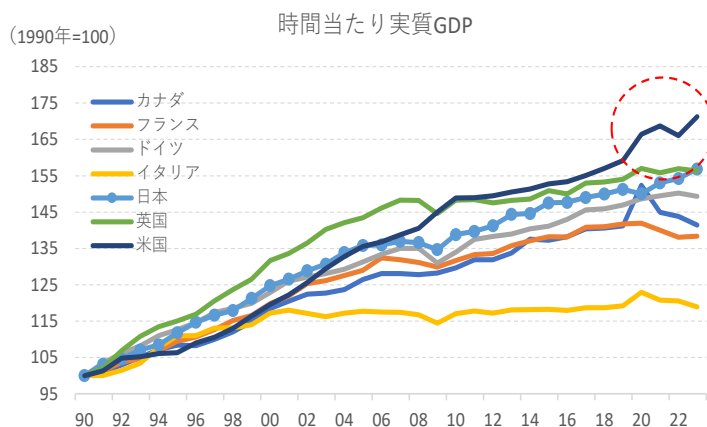


には正当化しかねる。2024 年春に示された米議会予算局（CBO）の推計によれば潜在成長率（実質）は 2.2%だった。現実のインフレ率が+2%近傍で上下動するならば、中立金利が 3%台後半から 4%台前半という理解になろうか。とすれば、利下げがあと 1~2 回（▲25bp~▲50bp）で終息しても不思議ではない。12 月のドットチャートで示された数字と大きく乖離しないイメージだ。

さらに言えば CBO の推計する 2.2%という潜在成長率も過小評価かもしれない。

図を見る限り、パンデミックを契機とした労働市場の変容などを背景として米国の労働生産性（≒時間当たり実質 GDP）は明らかに主要国の中で頭抜けて上昇している。

その分、潜在成長率ひいては中立金利も押し上げられている可能性が高い。少なくともドットチャートで示される longer run を中立金利と見なす議論に関しては、相当の幅を持って評価すべきであり、その「幅」



(資料) macrobond、実質GDP (PPPベース、2015年基準)

もどちらかと言えば、上方向に想定した方が良さそうに思える。まとめると、2025 年上半期中に FRB の利下げは 2 回程度、同じ期間に日銀が利上げ方向に動けるとしてもやはり 2 回程度に収まるのではないか（日銀については後述する）。その結果、「日米金融政策の縮小とこれに応じた円高・ドル安という分かりやすい地合いが保証されているのは今年度いっぱい」というのが現状の本欄の基本認識である。なお、ここまでの議論においては第二次トランプ政権の挙動に関しては予断が持てないため、敢えて言及を避けた。しかし、トランプ氏から予告されているポリシーミックスがインフレ誘発的であることは疑いの余地がなく、元より堅調な実体経済も相まって、利下げ回数が限定される展開に構えるのが合理的であろう。現在の米国の経済・金融そして政治情勢を踏まえるとやはり利下げに緊急性は感じられない。

こうした状況を踏まえれば、2025 年は「利下げの回数」よりも「利下げの終わり」が争点化する年になると考えられる。とすれば、利下げの「回数」など大事の前の小事であろう。元より今回は予防的な利下げ局面であり、リーマンショック以降に頻発してきた非伝統的な対応を強いるような危機的な局面ではない。25bp 換算で 5~6 回（計▲125~▲150bp）という利下げで終わってもそれほど不思議ではあるまい。米金利の軌道に限って言えば、2025 年半ば以降の円安再起動を予想するのが合理的と考える。

日銀の政策軌道は・・・

片や、日銀の政策軌道をどう検討すべきか。12 月 19 日に開催された日銀金融政策決定会合は 3 会合連続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 0.25%で据え置いた。7 月・10 月の展望レポートで想定された通りの経済・金融情勢が確認されており、田村審議委員が+25bp の利上げ提案を行ったことは首肯できる動きであった。それでも現状維持に至った背景として植田日銀総裁は「賃金と物価の好循環の強まりを確認する上で、春闘などもう少し情報が必要と考えた。米国など海外経済の見通しも不透明で、米国政権の経済政策に対する不確実性もある」と回答している。

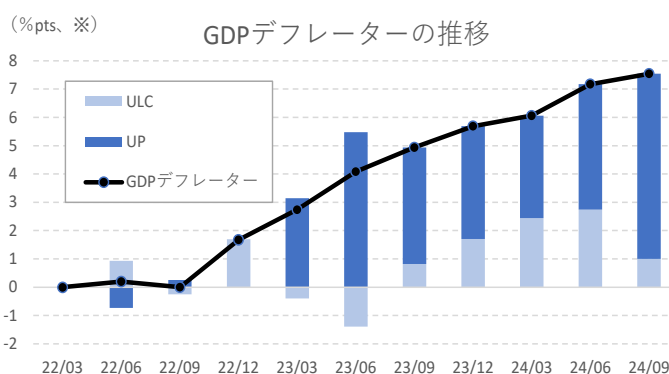
つまり、利上げに向かう方針は不変だが、「2025 年の春闘」および「第二次トランプ政権にまつわる不透明感」がある以上、決断はできないという説明であった。しかし、率直に言って、これら 2 つの不透明

感が1月24日の次回会合で払拭されている可能性は高くない。結局、金融市場が織り込む追加利上げは従前の「12月 or 1月」から「1月 or 3月」へシフトしており、単純に上述の2つの不透明感に照らすのであれば3月が合理的に思えてくる。

堅調な賃上げ、0.75%までをメインシナリオに

しかし、植田総裁は賃金動向に関し、必ずしも集中回答日を意味しないとも述べている。よって、3月決め打ちは危険である。11月30日の日経新聞による単独インタビュー記事でも植田総裁は「賃金でいえば、25年の春闘がどういうモメンタムになるか。それはみたい。そこは確認にもう少し時間がかかるが、それを待たないと金融政策が判断できないわけではない」と述べ、春闘の結果が見えずとも政策変更には踏み切る可能性を否定していない。この点、12月会見の言動と一致している。

世の雰囲気を見る限り、集中回答日を持つまでもなく2025年も2024年並みの強い結果が期待されるのは不思議ではない。例えば11月下旬には上場企業の2024年4～9月期の純利益が4年連続で過去最高となったことが報じられた。順当な賃上げを期待しやすいムードは感じられるし、それに応えるだけの原資もありそうではある。それはマクロ統計からも確認できる。例えば、輸入コストの影響を除いたホームメイドインフレの指標である



(資料) macrobond, ※22年4～6月期以降の前期比変化率累積

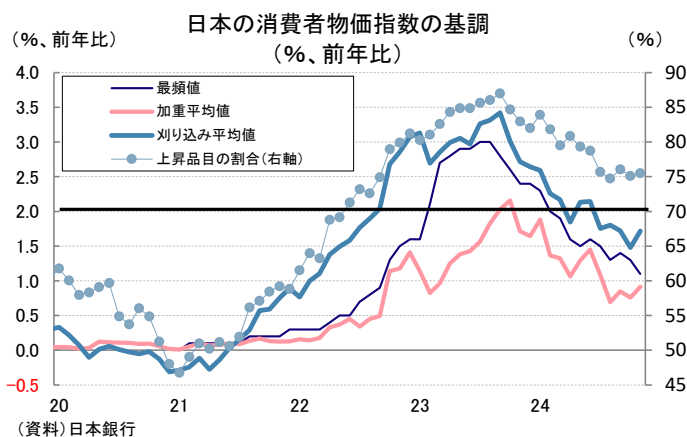
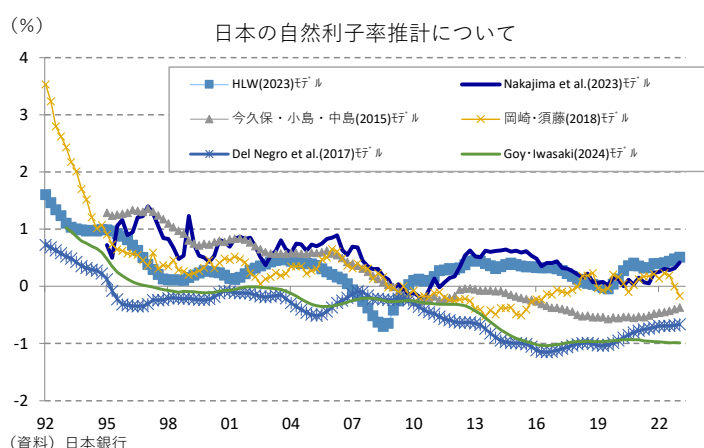
GDPデフレーターは過去3年で明らかに騰勢を強めている(図)。ここで実現された値上げ部分は企業部門か家計部門か、いずれかに帰属することになる。経済分析の観点からは企業部門であれば営業余剰(UP: Unit Profit)に、家計部門であれば単位労働コスト(ULC: Unit Labor Cost)として解釈することになる。2022年4～6月以降のGDPデフレーターの前期末変化率の累積は約21%ポイントだが、同じ期間のUPの累積は約15%ポイントだった。すなわち、今次円安局面の値上げで得られた収益の7割程度が企業部門に分配され、3割程度が家計部門に分配されている。2023年後半以降、ULCへの分配が漸増する兆しはあるが、値上げ部分の大きさを踏まえると十分という印象も無い。2024年の春闘に象徴される賃上げ機運は「2022年以降の値上げを還元した結果」と整理できなくもない。2025年も、同じような文脈で企業(UP)から家計(ULC)への還元が持続するのではないか。

こうした認識の下、3月や4月に「歴史的な賃上げ幅」が騒がれる中、追加利上げが決断される可能性は高い。為替動向も含めれば1～4月に行われる3回の会合で2回程度の利上げを見込むというのが現時点のメインシナリオになる。この時点で政策金利は0.75%になる。本欄で2025年1～3月期までは円高を拾うチャンスがあると見ているのは、まだこの期間であれば円金利の面からドル/円相場が下押しされる展開はあり得ると考えるためだ。反面、4～6月以降はFRBの「利下げの終わり」が注目されやすくなる中、押し目は確実に少なくなると予想しておきたい。

中立金利1%説にチャレンジするか

0.75%から先の利上げは中立金利との比較考量が必要だ。2024年8月に公表されたワーキングペーパー

ー「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」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た（図・上）。インフレ率 2%を前提とすれば、中立金利（≡自然利子率+インフレ率）は「+1.0%～+2.5%」ということになる。現在入手可能な情報に基づき、最も保守的（ハト派的）な中立金利の想定が 1%という言い方もできる。この中立金利 1%説は市場では相応にコンセンサスに近いもののように思われている節もある。しかし、ここで「本当にインフレ率 2%を前提とすべきか」という点を熟慮する必要はある。というのも、仮にインフレ率 1.5%ならば中立金利は「+0.5%～+2.0%」、1.0%ならば「+0%～+1.5%」になる。現状の CPI は確かに安定的に 2%で推移しているが、これを「円安による一時的な伸び幅」と整理すれば、0%や 0.5%が中立金利であるという考え方もある。このような想定に立つと、既に「現状が中立金利」という話になる。これは弱気過ぎる



想定としても、日本のインフレ率が 2%弱でアンカーされているとすれば、中立金利が 0.75%という考え方はあり得る。ちなみに日銀が定期的に公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」は既に複数の計数で 2%を割り込んでいるため（図・下）、2%弱というインフレ率は現実的な想定とも言える。

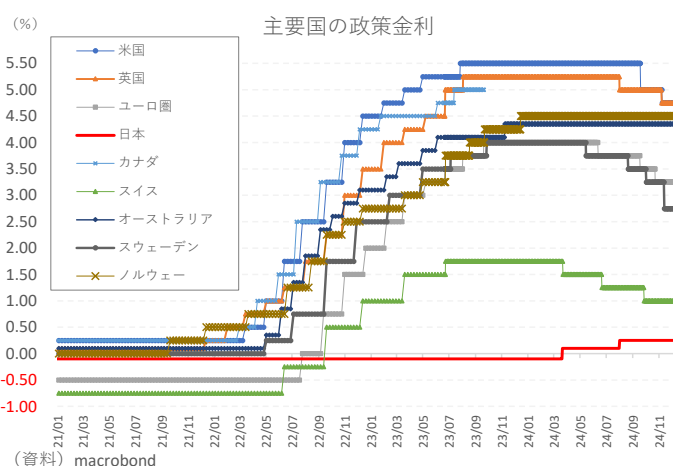
とすれば、インフレ率 2%を前提とした場合、1%までの利上げは辛うじて正当化されるが、それ以下のインフレ率を前提とするのであれば 0.75%までの利上げにとどめるという想定にも理はある。筆者はメインシナリオでは 0.75%まで、順当に事態が進んだとしても 1.00%までではないかと予想する。

《※補論: スイスフランから透ける円の立ち位置～「最強 vs. 最弱」の背景～》

SNB、マイナス金利復活も視野

12 月 12 日、スイス国立銀行（SNB）が▲50bp の利下げに踏み切ったことが大々的に報じられた。2024 年 3 月に始まった SNB の利下げ局面は累計▲125bp に達しており、現行の政策金利は 2022 年 11 月以来、2 年ぶりの低水準となる+0.5%まで切り下がっている。恐らく 2025 年中のどこかで日銀と SNB の政策金利水準が並ぶ可能性は高いだろう。こうした両国の金融政策環境を踏まえた上で、為替市場に関する所感を示しておきたい。SNB は 12 月の決定に合わせ、前回 9 月 26 日会合の声明文まで見られていた「今後数四半期にわたってさらなる引き下げが必要になる」といった利下げ予告にまつわる文言を

削除しており、声明文の上では一旦の打ち止め感が示唆する状況にある。しかし、**2024 年 10 月 1 日に就任したばかりのシュレーゲル SNB 総裁は、一段の利下げ余地を否定せず、必要ならばマイナス金利復活も躊躇しないことを示唆している。**その上で為替市場に（スイスフラン売り）介入する用意があると述べており、通貨・金融政策を総動員して現在のデイスインフレ状態を食い止めに行く SNB の決意を口にしている。SNB の掲げるインフレ率の目標レンジが「0～2%」であるのに対し、

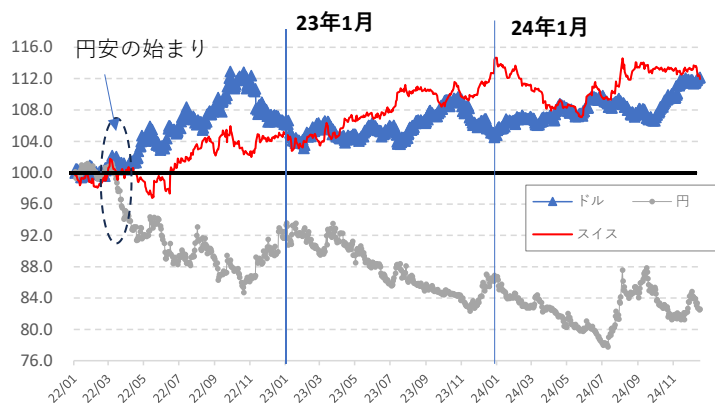


直近 11 月分は前年比+0.7%とやや下方リスクが強まる状況にある。12 月に公表された 2024～26 年のインフレ率の見通しを見ても、政策金利を現行の 0.5%と仮定した場合、「+1.1%→+0.3%→+0.8%」と 2025 年にかけて一段と沈む見通しになっている。にもかかわらず、利下げ予告文言を削除したのは「将来分も含めて今回引き下げた」という意図であり、次回会合は現状維持だとしても、インフレ動向次第で追加利下げに踏み込む意思は何ら変わっていないと解釈すべきである。

金利水準は同じでも、対照的な通貨政策

冒頭述べたように、このままいけば政策金利水準に関し、SNB と日銀が並ぶ日は遠くない。むしろ、現在入手可能な情報に基づく限り、**2025 年中に逆転する展開もあり得る。**マイナス金利同士で絶対値を競っていた時代を除けば、「日本の政策金利が先進国中で最低ではない」という状況は極めて稀有である。しかし、政策金利水準が近似していても、金融政策の方向性および本国通貨に対する悩みの方向性は両行で正反対である。スイスフランは今次円安局面が始まって以降、殆ど全ての時間帯で先進国最強通貨の地位を維持していた。同局面においてこれほどドル高が

(22年1月1日=100) 米国、日本、スイスの名目実効為替相場



クローズアップされる中でも、スイスフランが負けていた時間帯は僅かである。2022 年 1 月初頭から 2024 年 12 月初頭までの名目実効為替相場 (NEER) の変化率を比較した場合 (図)、スイスフランは約 +14%上昇しているのに対し、円は約▲16%下落している。ちなみに過去 30 年間のイメージとして 1995 年初頭から足許の対ドルでのパフォーマンス (1995 年 1 月 3 日～2024 年 12 月 16 日) を測ってみるとスイスフランの約+47%に対し、円は約▲34%である。G7 通貨に限って言えば、過去 30 年間の対スイスフラン相場でも最も振れ幅が大きかった通貨が円である (ちなみに G10 通貨で言えばノルウェークローネの約▲39%が円よりも大きい)。主要通貨同士でこれほど対照的な組み合わせは珍しい。

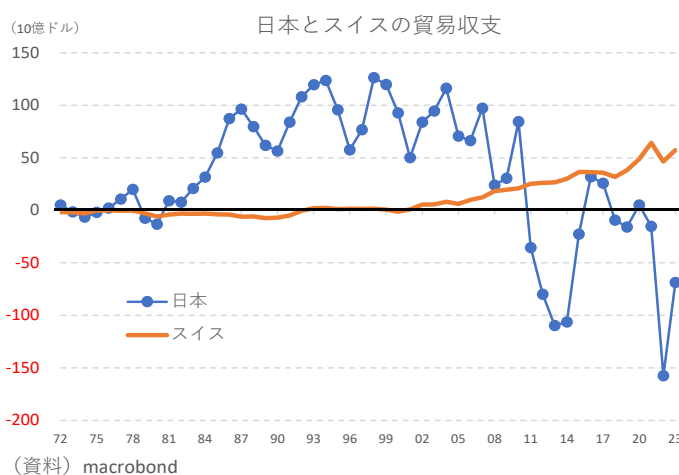
こうした状態を SNB と日銀の比較に引き直せば、「通貨高に悩む中銀」 vs. 「通貨安に悩む中銀」の対

照性が鮮明である。前者は政策金利が下方向を目指しているにもかかわらず通貨高が止まらず、後者は政策金利が上方向を目指しているにもかかわらず通貨安が止まらない状況に苛まされている。

かつては為替市場における 2 大安全通貨としてならした両者の差はどこで生まれたのか。少なくともリーマンショックや欧州債務危機に揺れた 2008～2012 年は、金融市場のリスク許容度が傷つくと円やスイスフランが反射的に買われるという動きが常態化していたし、日銀も SNB も必死に通貨高（から来るデysinプレ圧力）を相殺することに心を砕いていた。だが、過去 10 年余りを振り返ってみれば、スイスフランの騰勢は続き、円の凋落が続いている。

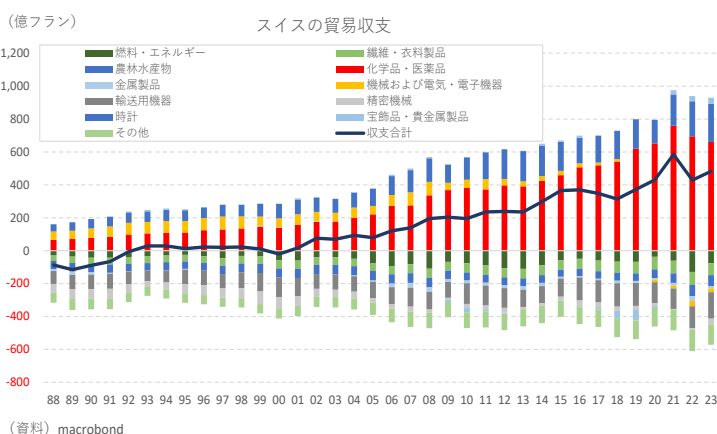
両者を分けた貿易収支

詳細な分析を展開する紙幅は無いが、かねて本欄で論じているように、やはり金利ではなく需給の面から議論すべきである。図は過去 50 年以上にわたる両国の貿易収支を比較したものだ。スイスの貿易収支は 2000 年代初頭に黒字転化し、金融危機以降から今に至るまで、拡大基調に入っている。これに対し、日本の貿易収支は東日本大震災の影響もあって金融危機の影響が終息しようとする 2011 年以降に赤字転化している。何度も論じてきたように、2011～12 年頃、円は歴史的な分岐点



を通過したというのが筆者の仮説であり、これはスイスフランとの対比で見るとやはり鮮明である。

スイスの貿易収支がなぜ不況や通貨高に振らされることなく黒字拡大基調を保つことができたのかは別の機会に議論を譲るが、同国が得意とする医薬品や時計は高付加価値財の代名詞のような品目であり、通貨高があっても価格転嫁が容易だったという推測はできる（図）。実際、非伝統的な金融政策が展開される中で金融危機後、世界的にあらゆる資産価格が騰勢を強めてきたが、スイスの得意とする高級腕時計の値上がり幅もしばしば注目されてきたはずである。そうして外貨を継続的に稼ぐことができる能力が結局は通貨の強さに繋がっている



《メインシナリオへのリスク点検～米金利急落、円金利急騰はあるのか？～》

米金利急低下と円高のシナリオ

2025 年見通しのポイントを金利分析の観点から議論した際、上半期中に FRB と日銀の政策変更（前者は利下げ、後者は利上げ）の手が止まるのではないかと予想した。端的に言えば、日米金利差縮小に伴

円高相場は2025年1～3月期までしか期待できないという見通しである。こうした想定は市場予想の中心に近いものと思われるが、そうした予想に反して米金利が急落したり、円金利が急騰したりする展開はないのか。以下で簡単に検討しておきたい。

まず、急激な米利下げとこれに伴う円高が発生する条件はないのか。あるとすれば、システムリスクが高まる状況である。直近では2023年3月にシリコンバレー銀行（SVB）の破綻が取りざたされ、金融市場の風景が一変したことがあった。金融システムへの危機感が煽られた時こそ、その影響が伝播することを防ぐために幅を持った利下げへの期待が強まる。SVB破綻時を例にとると、同月の米10年金利は最大で約▲60bp押し下げられ、これに伴ってドル/円相場も約137円から約130円まで急落している。現状、米国の経済・金融情勢に不均衡が指摘されているわけではないが、こうしたケースでは円相場の急騰を期待できるだろう。もっとも、裏を返せば金融危機を念頭に置かねば著しい円高を予想するのは難しいということでもある。また、地政学リスクの台頭により緩和的な金融環境を正当化するという展開もあり得るが、その際は資源価格も騰勢を強め、むしろ引き締めの金融環境が求められている可能性もある。予想される影響は一様ではない。

なお、2024年8月初頭の米7月雇用統計のように、米経済指標が大きく悪化することで利下げ期待がにわかに高まるという展開もあり得る。しかし、何のショックも無いのに景気に断層が生まれることは元来考えにくい。事実、8月の際は翌月以降の米経済指標は改善傾向がクローズアップされ、これを受けて米金利とドルは相互連関的な上昇に至っている。類似の展開は2025年もありそうだが、単月の経済指標の結果を針小棒大に捉え、それで利下げが加速するかなのような期待は抱くべきではない。

政策金利急騰のリスクシナリオ

片や、円金利が想定以上に上昇することは無いのか。具体的には日銀の利上げが1.00%にとどまらず1.50%や2.00%へ急騰する展開はあり得るのだろうか。もちろん、日本経済の自然利子率が思ったよりも高く、例えば+0.5%程度までを想定すれば、2.5%程度までの中立金利も正当化される。しかし、そこまでの利上げが行われる場合、「思ったよりも日本経済が強く、自然利子率が高い」という前向きな状況ではなく、より追い込まれた状況になるはずである。2025年の政策金利が1.00%以上でも持続していた場合、それは今よりもさらに通貨防衛色の濃い政策運営に移行した場合であり、その際は160円台に定着し、170円や180円を予想する声が出ているはずだ。一応検討に値するリスクシナリオである。

2024年3月のマイナス金利解除は賃上げ機運に背中を押されたものだが、7月の追加利上げは円安によるインフレリスクの高まりを理由としていた。その経験もあって、夏以降の金融市場では「円安になれば利上げ織り込みが進み、それが落ち着けば現状維持への思惑が強まる」といった側面が相応に感じられた。日銀の政策反応関数において為替の占める比重は明らかに大きくなっており、上述の植田総裁インタビューでも「インフレ率が2%を超え始めているときに一段の円安になれば、それは中央銀行にとってはリスクが大きい動きとして、場合によっては対応しないといけなくなる」と述べている。

元々、一国経済において為替は対外価値、物価は対内価値であり、表裏一体である。それを政府（財務省）と日銀で別個に掌握しようとする日本の例が世界的に特殊なのであり、円安に駆動された利上げは本質的におかしいことではない。問題は金融政策の通貨政策化が市場予想の中心になると、会合前後で「円売りで利上げを煽り、利上げと共に円買いで益出しする」という投機的な行為が横行しやすくなるという事実だ。そのようなことは通貨安に悩みやすい新興国では起きるが、先進国では稀有な事例であ

る。そうならないために日銀は極力、「為替と金融政策は直接的には関係がない」との情報発信に心を砕き、あくまで賃金・物価の好循環を押し出しながら利上げの継続を図ることが求められる。

だが筆者は、そのロジックで進められる利上げはせいぜい 0.75～1.00%までと考えている。裏を返せば、1.00%を超えて恒常的な利上げが実現している時は恐らく、そうではないロジック、恐らくは通貨防衛色が前面に押し出されている状況と考えている、ということである。1.00%を超えても尚、利上げ期待が薄れていないような状況ではドル/円相場も恐らくは（市場では円売り為替介入のポイントと目されている）160 円を超える状況が定着しているケースではないか。FRB の「利下げの終わり」が争点化する 2025 年後半、リスクシナリオではあるものの、そのような展開を想定しても良いだろう。

◆ ユーロ相場の見通し～内憂外患、パリティ割れも視野に～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～目指すは中立金利以下か？～》

軒並み下方修正された ECB スタッフ見通し

12月12日のECB政策理事会は3会合連続で▲25bpの利下げに踏み切り、市場で注目される預金ファシリティ金利は3.25%から3.00%へ引き下げられた。ラガルドECB総裁は懸案の域内実体経済に関し、7～9月期の成長率が予想外に堅調であったことの背景には五輪絡みで夏季消費が強かったことや在庫投資の影響が考えられ、持続性を期待するものではなく足許では失速感が強いとの評価を示している。こうした主張は10月以降のソフトデータ、ハードデータ双方の動きに鑑みて間違いないだろう。

今回改定されたスタッフ見通し(図)では2024～26年の実質GDP成長率に関し、+0.7%→+1.1%→+1.4%と緩やかな復調が見込まれているものの、前回(9月)対比でそれぞれ▲0.1ポイント、▲0.2ポイント、▲0.1ポイント

ECBのスタッフ見通し(2024年12月)

(%)

	2024	2025	2026	2027
消費者物価上昇率(HICP)	2.4	2.1	1.9	2.1
(前回:2024年9月)	2.5	2.2	1.9	-
コアHICP	2.9	2.3	1.9	1.9
(前回:2024年9月)	2.9	2.3	2	-
実質GDP	0.7	1.1	1.4	1.3
(前回:2024年9月)	0.8	1.3	1.5	-

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2024-27年にかけて1.06～1.08。

※コアはエネルギー・食品を除く

ト下方修正されている。こうした成長率見通しと整合的に域内消費者物価指数(HICP、総合)も+2.4%→+2.1%→+1.9%と緩やかな減速が見込まれ、これは前回対比でそれぞれ▲0.1ポイントの下方修正となる。なお、ラガルド総裁は物価の上振れ・下振れ双方のリスクとして地政学要因に言及している。トランプ次期大統領の下で本当にロシア・ウクライナ停戦が即時実現するようなことがあれば、その恩恵を最も受けやすいのはロシアからのエネルギー調達に依存してきたユーロ圏という発想になる(もっとも、ロシアからの天然ガス輸入が元の姿になることもなさそうだが)。いずれにせよ、経済・物価見通しに関し、全ての対象期間において前回対比で下方修正されている以上、利下げはファンダメンタルズに沿った政策決定と言える。

政策金利の軌道、1月は▲50bpなのか？

声明文にも大きな変化が見られている。これまでは下記の2つの文章が引き締め状態にある政策運営を担保するような役割を負っていた：

- We are determined to ensure that inflation returns to our two per cent medium-term target in a timely manner (インフレ率がタイムリーに2%の中期目標に回帰することを確実にする)
- We will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim (目標実現のために可能な限り長く、政策金利を十分に引き締めた水準に維持する)」

しかし、今回は前者の文章が下記のように修正され、後者の文章は削除されている：

- The Governing Council is determined to ensure that inflation stabilises sustainably at its 2% medium-term target (インフレが中期目標の2%で持続的に安定するよう確実にする)

少なくとも、今回の政策変更を経て、現行の政策金利水準が実体経済に対して引き締めのとは言えない水準に到達しており、今後は 2%未満へのアンダーシュートも視野に入れる必要性が示唆される。なお、「政策金利を十分に引き締めた水準に維持する」との文言が削除されたことに関し、次回会合以降での大幅利下げを示唆するのではないかと質問も複数見られた。これに対しラガルド総裁はそのようには考えていないと述べた上で「今回▲50bp 利下げを検討するという提案もあったが、▲25bp は全会一致だった」と明かしている。筆者はサービス価格が依然として前年比+4.0%近傍で推移する中、▲50bp の利下げは性急と考えてきたが、今回の会見ではラガルド総裁もそうした姿勢に言及していた。本稿執筆時点で 1 月 30 日会合は▲25bp の利下げこそ 100%織り込まれているが、▲50bp までの織り込みには至っていない。とりあえずは政策理事会の意図は上手く市場に浸透していると言えそうである。

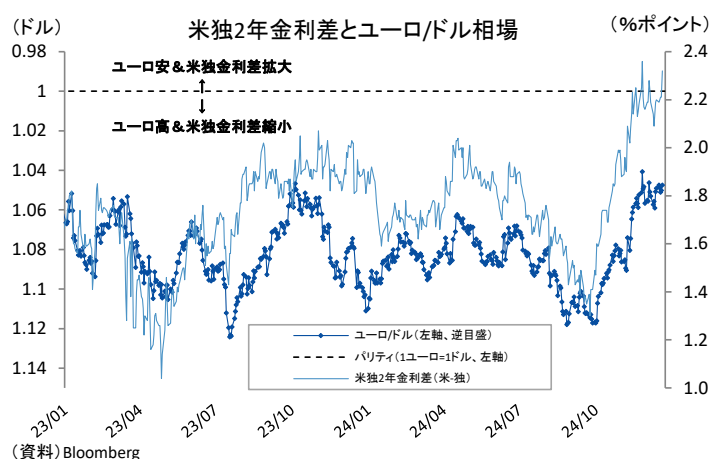
中立金利水準、まずは 2.5%に注目

なお、「政策金利を十分に引き締めた水準に・・・」の文章を削除するにあたっては中立金利水準に関する議論があったのではないかと質す記者も現れた。確かに、中立金利の水準を基点として引き締めるか否かが判断されるのだから、当然の疑問だ。しかし、これに対してもラガルド総裁は明確に否定しており、あくまで会合毎にデータ依存（data dependent）で決断するとしか回答していない。

それでも、最後の記者が執拗に個人的見解としての中立金利の水準を質す場面があり、これに対しラガルド総裁は「その水準が近づけば議論が深まる」とした上で以前よりは上昇している可能性にも言及している。さらに約 1 年前の ECB スタッフ分析において 1.75%から 2.5%の範囲で試算された経緯も紹介していた。上限である 2.5%まではあと 2 回の利下げで到達することになるが、現在の域内の経済情勢を踏まえれば、政策金利が中立金利を割り込んでくる状況は十分正当化されそうにも思える。いずれにせよ、次回 1 月の▲25bp 利下げは堅いと見ておいても差し支えないだろう。

政治・経済両面から足枷のあるユーロ

今回の記者会見ではトランプ次期政権にまつわる不透明感（特に貿易摩擦関連のリスクをどう読むか）について質問が多く見られたが、今の ECB にとっては米国政治もさることながら、域内政治の状況も相当に気がかりな論点である。周知の通り、11 月にドイツ、12 月にフランスと立て続けに 2 大国の政権が倒れているという事実は当面の域内経済にとって足枷としか言いようがない。しかも、この状況をリセットするための選挙はドイツで 2025 年 2 月、フランスでは 2025 年 7 月以降と時間を置く必要があり、その結果も恐らく再び流動的なものになるとの観測が根強い。特に、ドイツに至っては政府のエネルギー政策における失政が国内企業の不振に直結しているにもかかわらず、その政治の足腰が揺らぐという八方塞がりとも言えるような状況に陥っている。ECB の利下げに関し、現状の金融市場では 2025 年 6 月までに 4 回（▲100bp）、10 月まで伸ばせば 5 回弱（▲125bp 弱）を織り



込むような状況にある。5 回利下げすれば預金ファシリティ金利は ECB の中立金利推計の下限值である 1.75% に到達するため、やはり今回の会合・会見の結果が参考にされているとも言える。

片や、米国は大きな不確実性を孕みながらもインフレ誘発的なポリシーミックスが想定され、事実として米国経済は潜在成長率（現状では 2% 強と目される）を超えて推移している。結果としてユーロとドルの金利差は拡大方向が想定され（前頁図）、予測期間においてパリティ割れを臨む展開は全く不思議では無いというのが引き続き筆者の基本認識である。

《ユーロ圏政治の現状と展望～内憂外患そのもの～》

独仏崩壊に左右両極の台頭

11 月から 12 月にかけての 2 か月間でドイツ、フランスの政権が相次いで崩壊した。政治情勢に関する注目は第二次トランプ政権の行方に集まりやすいが、EU/ユーロ圏の中核をなす 2 か国の政治が流動化していることは看過できない。いずれの国にも固有の事情はあり、政治制度も異なるため、今後の政局を解説することは避けるが、共通していることは極右・極左政党の台頭と結果としての多党連立である。

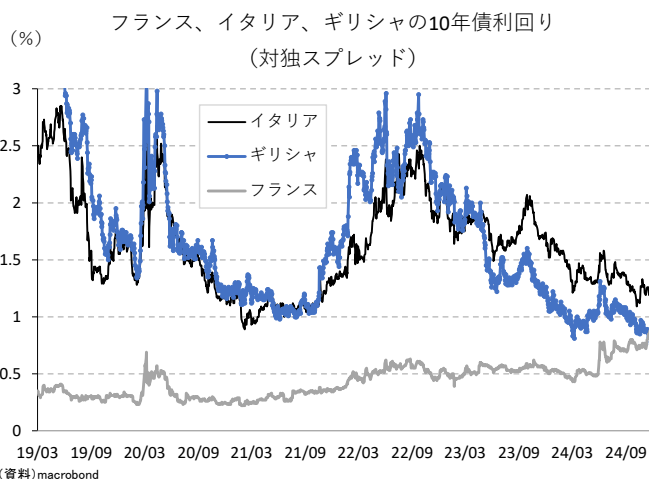
例えば今年 9 月の旧東ドイツ 3 州の州議会選挙はその色合いがはっきり出た。欧州債務危機を契機として生まれた極右政党である「ドイツのための選択肢 (AfD)」はチューリンゲン州で 32.8%、ザクセン州で 30.6%、ブランデンブルク州で 29.2% に達した。一方、今年 1 月に旗揚げされたばかりの極左政党「ザーラ・ヴァーゲンクネヒト同盟 (BSW)」もチューリンゲン州で 15.8%、ザクセン州で 11.8%、ブランデンブルク州で 13.5% に達している。つまり、左右両極の非伝統的な政党が旧東ドイツ地域で 40% 以上の得票率を記録している。ちなみに 2025 年 2 月に予定されるドイツ総選挙を念頭においた世論調査（出所: POLITICO）によれば 12 月 16 日時点で AfD は 19%、BSW が 6%、合計で 25% と州レベルだけではなく連邦レベルでも 20% 強の支持率を集める状況にある。これはキリスト教民主同盟 (CDU) / キリスト社会同盟 (CSU) の 31% に肉薄する勢いと言える。ちなみに現与党の社会民主党 (SPD) は 17% なので、もはや単独で AfD に劣後している。歴史的経緯から極右思想がタブー視されるドイツで AfD が政権入りすることはないが、ドイツ国民の心境は既存政党では捉えきれなくなっている。

フランスの状況も似たようなものだ。今回、バルニエ内閣への不信任案可決は極右政党「国民連合 (RN)」と左派連合「新人民戦線 (NFP)」が結託した結果である。しかし、2024 年 7 月の総選挙では第 1 回投票時点で RN が第 1 党に躍進したところ、極右首相の誕生阻止という意図から NFP とマクロン大統領率いる中道・与党連合が阻止したという顛末があった。ドイツ同様、民意自体は右寄りだが、それを阻止したという構図である。この 4 か月間で NFP が立場を旋回させた最大の理由として NFP が議会最大勢力でありながら、9 月の首班指名で首相を輩出するに至らなかったという経緯が挙げられる。それは NFP の候補の場合、RN からの同意が得られないことや、マクロン大統領自身の志向と合致しなかったことなどもあるが、納得のいかない NFP は政権発足当初から内閣不信任案への意欲を抱いていた。ここもと来年度予算案の審議について折り合いが付かず、RN と NFP の利害が一致したところで不信任案可決に至ったという話である。1 年に 1 回しか下院総選挙ができないフランスでは、次回の選挙は 2025 年 7 月以降になる。こうした状況を踏まえる限り、当面のフランスでは首相任命と内閣不信任が繰り返される中で、マクロン大統領の求心力が喪失していく展開が予想される。

内輪揉めのユーロ売り

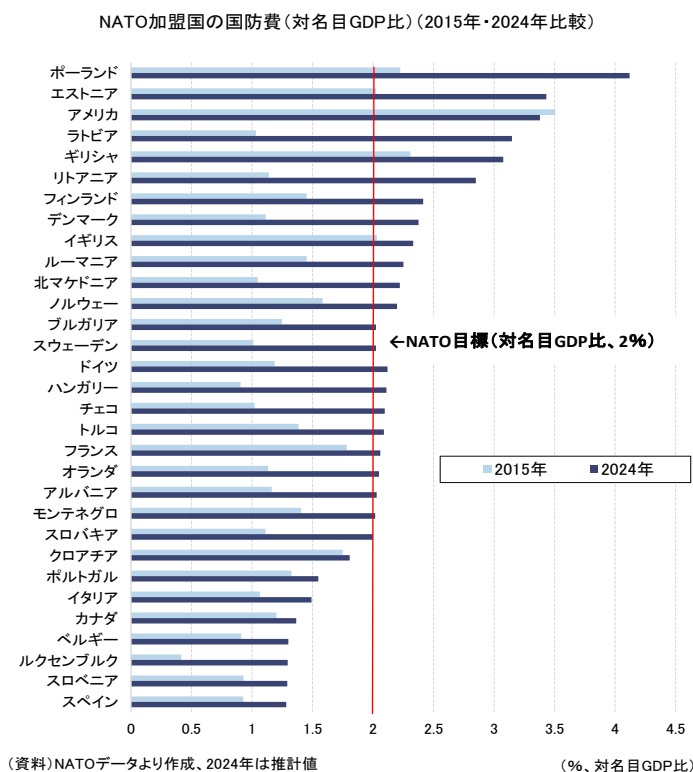
市場へのインパクトは今のところ債券市場を通じて為替市場に及んでいる印象である。債券市場では10年債利回りに関し、フランスがギリシャを逆転するという現象が確認されており(図)、為替市場ではこれを材料にユーロを手放す動きが先行している。極右であれ、極左であれ、財政政策は民意に迎合する結果、拡張方向へ引っ張られやすくなる。その意味で政治思想の左右で分けるよりも、教育水準やそれに伴う生活水準に即して反グローバル・反エスタブリッシュメントを標榜する非主流派政党としてそれらの勢力は仕分けされるべきである(左右対立というより上下対立といった方がイメージに近い)。過去の経緯を振り返れば自明だが、エスタブリッシュメントの象徴と見られやすいEUと極右・極左政党は衝突を繰り返しがちである。

奇しくも2024年から安定成長協定(SGP)が再稼働し、財政政策への制約が復活している状況に照らせば極めて食い合わせが悪いことが起きていると言わざるを得ない。例えばフランスのRNはEUへの予算拠出の減額を要求しているが、GDPと人口に規定されて決まっている金額を軽々に修正することは全体への影響が非常に大きな話であり、簡単に着地はできない。しかし、国内向けにRNが「EUに税金を分捕られている」という類の情報発信をすれば、それが人心に刺さりやすい状況はある。その意味で単純に国債増発への懸念もさることながら、ドイツやフランスと言ったコア国が欧州委員会と揉めることでEUの政治資源が浪費されるという展開もユーロ売りの材料に使われている感はある。



迫るトランプとの対決、防衛費問題再び

2025年の世界情勢を見据えた場合、EUの内輪揉めは非常にタイミングが悪い。第二次トランプ政権下で予見される欧米貿易戦争においてEUが上手く立ち回れないという懸念を無駄に招く恐れがある。既報の通り、EU側はフォンデアライエン欧州委員長やラガルド総裁から「報復ではなく交渉を」との和睦路線を早速強調しており、早速、米国産の液化天然ガス(LNG)輸入を増やす案などが取りざたされている。また、争点になりそうなことは関税だけではない。トランプ氏が長らく主張している防衛費増額問題は米国側の理屈が通っている側面もあり、その対応に難渋するはずである。第一次政権時代からトランプ氏は北大西洋条約機構(NATO)加盟国について「名



目 GDP 比 2%」目標を実現できない国を厳しく批判した上で、米軍が防衛義務を順守しない可能性にまで言及してきた経緯がある。幸いにして第一次トランプ政権時代と比較して殆どの NATO 加盟国は 2% 目標を実現しつつあり、ドイツやフランスも例外ではない（前頁図）。

しかし、防衛費に関する議論は米英間でかなり前のめりになりつつある。大統領選挙の最中ではトランプ陣営が 2% 目標を 3% 目標に引き上げることを希望しているとの報道も見られたが、12 月にはトランプ氏の政権移行チームが欧州高官に 5% へ引き上げる意向を伝えたという報道もあった。なお、やはり 12 月には NATO 外相会合においてラミー英外相がそうしたトランプ氏の姿勢を支持する旨を表明した上で具体的にラミー外相は「2% という数字は状況が今ほど困難でない時期に設定されたもので、トランプ氏が NATO 同盟国は 2% を上回る目標を目指すべきだと言うのは正しい」と援護射撃を行っており、英国の発案として 2.5% 目標に言及している。新目標の着地点は不透明だが、「2% では済まされない」というムードは醸成されつつある。防衛費増額はそのまま各国の財政支出拡大に及ぶ話であり、そこでは SGP を巡って欧州委員会と加盟国、とりわけ金額規模の大きなドイツやフランスとの摩擦が生まれやすくなるだろう。流動化した両国の政治が議論には大きなテーマである。实体经济の劣後が露わになる状況下、ユーロ圏は政治情勢に関しても内憂外患との形容が当てはまる状況に直面しつつある。やはり 2025 年のユーロ相場を強気に見るのは相当難しいように思えてならない。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。