

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2025 年 1 月 31 日

みずほ銀行
金融市場部・市場営業部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～必然の利上げも止まらぬ円安～

2025 年見通しポイント整理～ドル独走を警戒する年に～	P.3
円相場の需給環境について～サービス赤字 10 兆円時代へ～	P.5
日銀金融政策の現状と展望～残る通貨政策化の懸念～	P.9
米金融政策の現状と展望～近づく「利下げの終わり」～	P.12
メインシナリオへのリスク点検～ブラックスワンとしてのプラザ合意 2.0～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～極めて大きい欧米格差、パリティ割れの現実味～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～賃金鈍化に賭ける利下げ路線～	P.17
ユーロ相場の現状と展望～パリティ割れを予見させる域内経済失速～	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

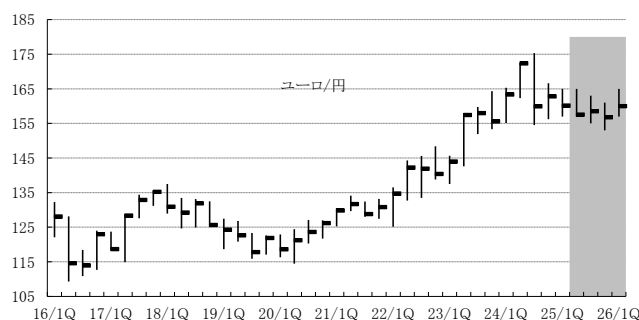
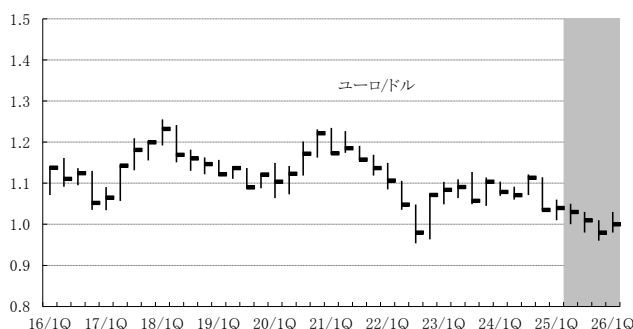
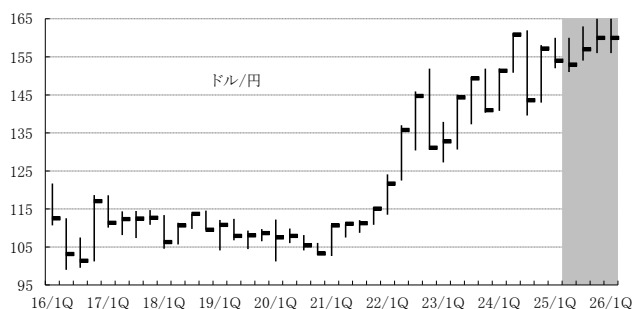
1月のドル/円相場はやや軟化した。日銀の追加利上げを受けて一方的な円安の流れは収束を見ているが、依然として予断を許さない状況と言える。日銀が遅々たる歩みで利上げを重ねる傍らでFRBの「利下げの終わり」も確実に織り込まれつつあり、巷説で支持されやすい「日米金利差縮小に伴う円高」は風前の灯である。そのロジックが有効になるとしてもせいぜい上半期までと筆者は考えている。日銀に関してはドル/円相場の続伸に伴い想定以上の利上げを強いられている恐れも視野に入りたいところであり、必ずしも「利上げ≡円高」とは限らない点に留意したい。片や、円相場の需給に目をやれば、引き続き「円を売りたい人の方が多い」という状況は不変だ。前年比で貿易収支が改善する望みはあるが、旺盛な「家計の円売り」や対外直接投資も考慮すれば、円売り優勢の地合いは当面持続するのだろう。金利差だけでは円安の説明がつかないという新常态を2025年も確認することになるだろう。予測期間中に配慮したいリスクとして「低金利やドル安を志向する第二次トランプ政権がドル全面高をどれほど許容するのか」という論点はある。既に実質実効ドル相場はプラザ合意以来の高値にあり、日欧に目をやれば通貨安是正が望むところであるという現状もある。人民元国際化を臨む中国としても米国が自発的にドル安へ傾斜することは歓迎するのではないか。ブラックスワンとしてのプラザ合意2.0は頭の片隅に置きたい点。

片や、1月のユーロ相場は安値更新後、反転した。第二次トランプ政権の挙動に振られながら上下動を強いられているユーロ相場だが、基本的に逆風は強い。要のドイツ経済は2年連続のマイナス成長を経た2025年もゼロ成長にとどまる見通しであり、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。こうした欧米景気格差はそのまま欧米金利差に直結する公算であり、ユーロ/ドル相場のパリティ割れを引き続きメインシナリオと見込みたい。現状、ECBは年4回の利下げを経て中立金利付近まで到達する展開が織り込まれているが、果たして利下げはそれで十分なのだろうか。ダボス会議でラガルド ECB 総裁は大幅利下げを阻む論点としてユーロ相場の変動に言及していた。利下げに伴うユーロ安でインフレが輸入される展開を懸念して利上げに躊躇しているとすれば、域内経済への下押し圧力は一段と強まる恐れもある。欧州委員会調査などを踏まえる限り、現在のユーロ圏で問題となっているのはもはや「需要不足」であり、それに応じて必要とされるのはまとまった幅の利下げである。下がるに物価と振るわない景気というスタグフレーションの様相が強まっている。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1月(実績)	2025年 2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期
ドル/円	153.72 ～ 158.88 (154.31)	152 ～ 160 (154)	151 ～ 160 (153)	154 ～ 163 (157)	156 ～ 165 (160)	156 ～ 165 (160)
ユーロ/ドル	1.0177 ～ 1.0534 (1.0386)	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	159.74 ～ 164.52 (160.27)	157 ～ 165 (160)	157 ～ 165 (158)	155 ～ 163 (159)	153 ～ 161 (157)	157 ～ 165 (160)

(注) 1. 実績の欄は1月31日までで、カッコ内1月31日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～必然の利上げも止まらぬ円安～

《2025 年見通しポイント整理～ドル独走を警戒する年に～》

ポイント整理：メインシナリオとリスクシナリオの整理

既に昨年来の本欄や「みずほマーケット・トピック」では 2025 年見通しに関し、繰り返し骨子を論じてきたが、改めて需給・金利両面からポイントだけ整理、提示しておきたい。メインシナリオのほか穏やかな円安および円高リスク、極端な円安および円高リスク、そしてそれらがドル/円相場に対して持つ含意をまとめたものが下表となる。表中の論点が全てを網羅しているわけではなく、最も象徴的な論点を掲げている。端的に言えば、2025 年は「日米の金融政策運営に関する現行路線は上半期中に終息する」という事実が見通し上の要点になると筆者は考えている。

2025年のドル/円相場見通し、金利・需給にまつわるシナリオイメージ

		メインシナリオ	穏当な円安リスク	極端な円安リスク
金利	FRB	上半期中に1～2回利下げ	ノーランディングで利下げ無し	利上げ観測浮上
	日銀	上半期中に2回利上げ	年内1回で終了	通貨防衛で複数回利上げ
需給	経常収支	貿易収支、原油価格下落でやや改善	原油急騰で悪化	原油急騰かつ輸出鈍化
	金融収支	「家計の円売り」は引き続き旺盛	「家計の円売り」の加速	「家計の円売り」に加え対外FDIも加速
含意		押し目（円高）はQ1/Q2のみか	160円台定着シナリオ	170円台定着シナリオ
(資料) 筆者作成			穏当な円高リスク	極端な円高リスク
			リセッションで利下げ4回	利下げ6～7回
			四半期に1度利上げ	四半期に1度利上げ+QTペースup
			原油急落で貿易収支均衡	原油急落&輸出加速
			「家計の円売り」の減速	「家計の円売り」、新NISA以前に
			140円台定着	断続的に140円割れ

具体的には上半期中に FRB の利下げおよび日銀の利上げは停止に至る可能性を見込む。もちろん、不測の事態（システムリスクや地政学リスクの台頭など）を背景として FRB の利下げが想定以上に長引く可能性もあるだろう。しかし、裏を返せば不測の事態がなければ FRB の利下げ路線の持続性は相当疑わしい。後述するように、米国の中立金利水準は現状、過小評価されている可能性があり、円安リスクとして FRB のタカ派色の強まりを警戒する筋合いにある。

片や、日銀に関しては「賃金・物価の好循環」という（日銀からすれば）理屈で利上げできるのは中立金利に近いと目される 0.75%～1%が上限ではないかと予想している。1%だとすれば利上げ回数にしてあと 2 回、0.75%だとすればあと 1 回である。本欄のメインシナリオとしては上半期中にあと 1 回利上げを行い、0.75%まで到達したところで様子見姿勢が強まる展開を予想している。この点、穏当な円安リスクシナリオとして言及しているように、年央に控える国政選挙に配慮して結局は利上げが見送られ、政策金利が 0.50%のままという可能性も留意したい。堅調な米国経済の状況を踏まえれば、1%を大きく超えて定期的な利上げを強いられたり、量的引き締めペースの加速を強いられたりすることもあるかもしれない。直感的にこれは円高リスクでもあるが、そもそも通貨防衛的な金融政策運営を強いられている時点で円安は大きく進行している可能性もある。日銀の急速なタカ派傾斜は円安・円高双方向に大きなボラティリティを伴うイベントだと言わざるを得ない。

需給に関しては原油価格が前年比で▲10%以上下落すること（1 バレル 70 ドル程度）を前提として輸入減少により貿易収支赤字が縮小する展開をメインシナリオと考えている。それが現実となった場合、円安抑止の心強い材料ではある。しかし、トランプ政権が展開する保護主義政策、精彩を欠く中国経済など、輸入と同時に輸出を抑制する材料も揃っている。その上で旅行収支黒字の頭打ちも予見されること

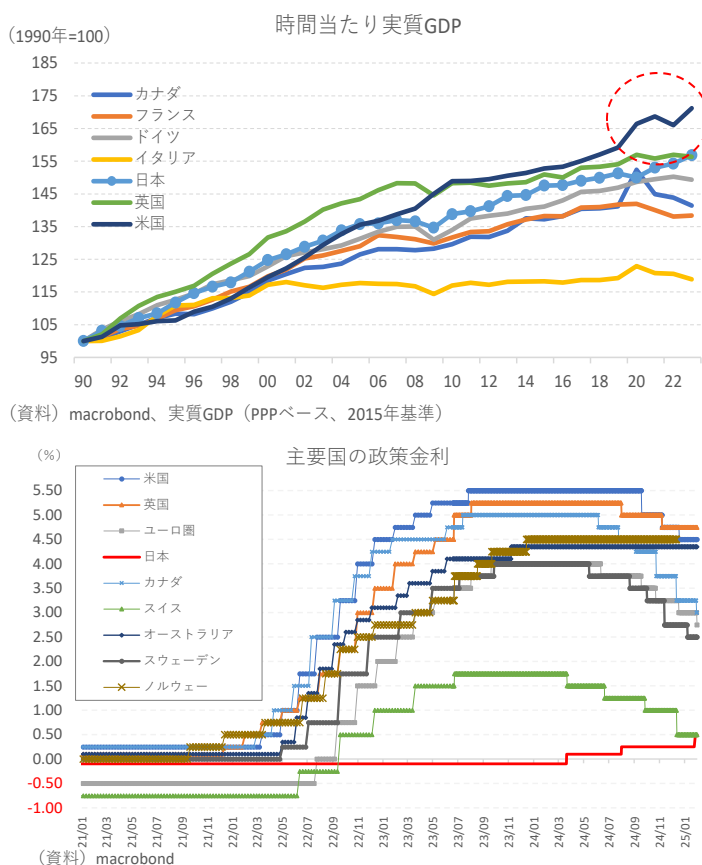
を踏まえれば、経常収支全体の仕上がりが大きく **2024 年と変わる**とは考えられない。せいぜいキャッシュフロー（CF）ベースでみれば均衡からやや黒字といったところか。しかも、その原油価格の下落とて確度が約束されたものではない。

片や、金融収支上で注目される「家計の円売り」は月間 1 兆円規模で持続した投資信託経由の対外証券投資は鈍化すれども、相応の規模が続くだろう。そのほか金融収支上では直接投資が耳目を引きやすいが、「対外フローは旺盛、対内フローは低迷」という構図も恐らく簡単には変わるまい。結局、需給に関し、日本全体で見れば「円を売りたい人の方が多い」という事実は 2025 年も健在である。この見通しを覆すことがあるとすれば、原油価格が急落したり、昨年 9 月以降、一時的に見られた「家計の円売り」ペースの鈍化が恒常化したりする展開だが、メインシナリオにするほどの合理的な理由は見出しづらい。

ドル独歩高は必然の帰結に

円固有の弱さが続く一方、やはり特筆したいのはドル固有の強さが続く展開だ。上述した FRB に関するタカ派方向のリスクシナリオ（利下げ停止や利上げ観測の織り込み）は論者によってはメインシナリオに持ってきてても不思議ではない論点だ。過去 3 年間のドル相場を振り返れば、**2023 年の横ばい**を除けば基本的にドル高相場が続いた。**2025 年も続伸する**のだろうか。その可能性は今のところ高いように見受けられる。端的に第二次トランプ政権のポリシーミックスがインフレ誘発的であるという事実も大きい。が、そもそも米国経済の地力が強いという事実が無視できない。現状、米国の労働生産性の伸びは先進国において頭一つ抜け出ている（右図・上）。これと整合的に潜在成長率ひいては中立金利の水準も高いと考えるべきであり、それは各国通貨の対米金利差が拡大しやすい未来を示唆する。日銀の利上げが上半期中に止まり、ECB や BOE が年間を通じて利下げを持続し、スイス中銀に至ってはマイナス金利への回帰も視野に入中、FRB は「利下げの終わり」はおろか「利上げの始まり」すら争点化しような雰囲気がある。主要国の政策金利を俯瞰してみれば、為替市場におけるドル独歩高が必然とも言える状況が定着する可能性は否めない（図・下）。

問題はドル高の震度をどこまで見込むかだ。**2025 年の FRB 利下げ**に関し、1~2 回と読むのか、ゼロ回と読むのか、それとも利上げ織り込みの進展まで読むのか。それぞれで上昇幅は変わってくるだろうが、ドル高地合いという意味では変わらないだろう。特に日本にとっては、2025 年半ば以降「円全面安でありドル全面高でもある」という強弱関係が予想され、160 円台定着はリスクシナリオとは言えない。



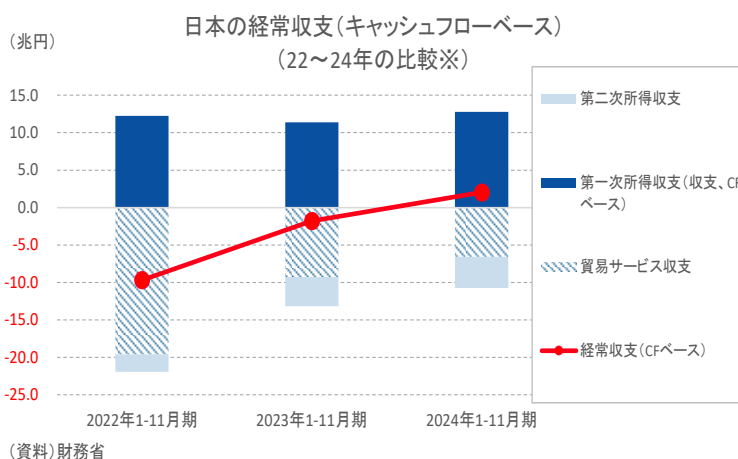
1 つの懸念として低金利やドル安を志向する第二次トランプ政権がそうしたドル全面高をどれほど許容するのかわらう。達観すれば、ドル高相場自体はかれこれ 10 年以上も続いている。その傍らで積み上がる米国の貿易収支赤字がトランプ支持者の土壌を作ったとの見方もある。「プラザ合意 2.0」の可能性を念頭に置くリスクシナリオに関しては、後述したい。

《円相場の需給環境について～サービス赤字 10 兆円時代へ～》

需給改善で痛感する米金利の影響

1 月 14 日、財務省が公表した 2024 年 11 月の国際収支統計によれば、経常収支は+3 兆 3525 億円の黒字となった。1～11 月合計で+28 兆 1844 億円の黒字となり、2007 年に記録した過去最大の黒字（+24 兆 9490 億円）を優に更新している。だが、2007 年の経常黒字の半分以上（+14 兆 1873 億円）は貿易サービス収支黒字であったのに対し、2024 年の経常黒字は第一次所得収支黒字（+38 兆 9317 億円）で稼ぎ、貿易サービス収支は歴史的な赤字水準（▲6 兆 5570 億円）が続いている。

実際の為替取引が発生するかどうかという観点に照らせば、貿易サービス収支の方が大きな重要性を含んでいることは言うまでもなく、この点で執拗な円安相場の背景としてやはり国際収支構造の変容は無視できないものと考えべきである。それでも第一次所得収支のうち為替需給に関係しないと考えられる項目を控除した CF ベース経常収支は 2024 年 1～11 月合計で約+2 兆円の黒字であった。2022 年同



期が▲9.7 兆円、2023 年同期が▲1.8 兆円であったことを踏まえれば、円相場の需給は確実に改善に向かっている（図）。にもかかわらず、2025 年に入っても円安相場に収束の気配が感じられないのは、需給改善と入れ替わるように米金利の再上昇が始まっているからなのだろう。改善したとはいえ CF ベースが約+2 兆円程度の黒字であれば、新 NISA 稼働に伴う投資信託経由の対外証券投資の大幅増加（2024 年実績で約+11.5 兆円の買い越し。この点は別途議論する）を相殺するには至らない。しかも、本稿執筆時点では IMM 通貨先物取引に反映された「投機の円売り」もさほど大きいものではない。結局、需給・金利の双方からファンダメンタルズに即した円安が進んでいるとしか言いようがない。

「拡大する旅行収支黒字」 vs. 「拡大するデジタル赤字」

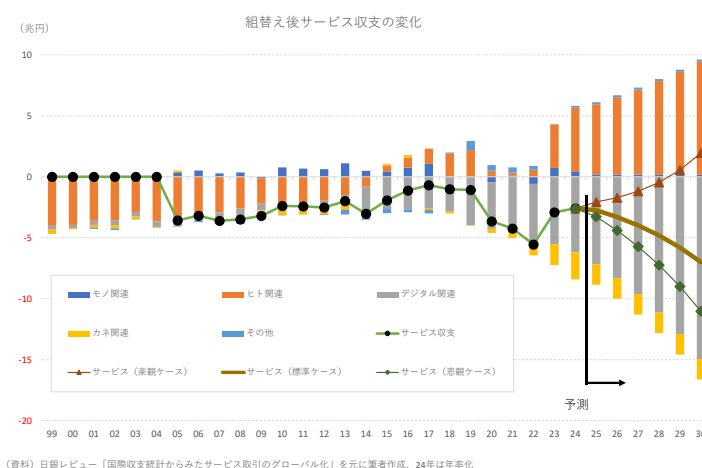
なお、過去の本欄でも繰り返し論じてきたように、今後日本の国際収支はサービス収支を中心として大きな変容に直面することが予想される。端的には「拡大するデジタル赤字」を「拡大する旅行収支黒字」でどれだけ打ち返せるかという未来に思いを馳せることになると筆者は予想している。2024 年 1～11 月合計に関し、旅行収支黒字は既に+5 兆 3452 億円と過去最大を記録した 2023 年（+3 兆 6314 億円）を凌駕し、年間実績としては前年比+2 兆円増という非常に大きな段差ができそうである。しかし、これまでも繰り返し論じているように、2023 年 1～3 月期まで水際対策を敷いていたことの反動も含んでおり、2025 年こそ旅行収支の地力が試されることになる。この点、精緻な予想は難しいが、労働供給制約が極

まる宿泊・飲食サービスを中心とする観光産業の現状を踏まえれば、「拡大する旅行収支黒字」を当然視するような風潮は 2024 年を最後に収束するというのが筆者の基本姿勢である。

一方、「拡大するデジタル赤字」がデジタルサービスへの需要を反映したものと考えられ、直ぐに反転する理由は見いだせない。2024 年 1～11 月合計に関しては、▲6 兆 7628 億円とこちらも過去最大を更新し続けている。2023 年実績が▲5 兆 5194 億円だったのでこちらの増加幅も非常に大きい。

サービス収支の長期シミュレーション

2030 年までのサービス収支に関し、筆者が簡単にシミュレーションしたものが右図だ。ここではサービス収支を日銀レビュー¹で紹介されたモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の 5 項目に分けた場合で議論する。基本的に直近 3 年間（2022～24 年）の各項目の動静を前提に先延ばししているラフなイメージとお考えいただきたい。ここではシナリオを標準・楽観・悲観の 3 つに分けているが、これは旅行収支を主軸に構成されるヒト関連収支の黒字に関し、標準シナリオでは「前年比+10%ずつ増える」、楽観シナリオでは「前年比+25%ずつ増える」、悲観シナリオでは「2024 年の水準から横ばい」として分岐させている。楽観シナリオの「+25%」は 2024 年のヒト関連収支が前年比で約+23%伸びそうであることを参考にして（現実には 2024 年実績は 2025 年 2 月まで待つ必要があるため、その際に試算をやり直すことになるが大きくイメージは変わらないだろう）。



結論から言えば、楽観シナリオが実現する限りにおいて、サービス収支の黒字転嫁が見込める。しかし、ヒト関連収支の黒字に関し、「前年比+25%」という伸びが今後数年にわたって持続するというのは現実的にはかなり無理筋である（パンデミックからの反動を加味した数字なのだから）。しかし、インバウンド需要の勢いが底知れぬことも事実であるため、一応、参考までに強めの数字も示しておきたい。

片や、標準シナリオで約▲6.5 兆円、悲観シナリオで約▲10.2 兆円までサービス収支赤字は拡大することになる。率直に言って、標準シナリオにおける「ヒト関連収支黒字の+10%増」という増勢も決して簡単ではないように筆者は思えるが、そこまで想定してもデジタル赤字がこのまま伸びれば、サービス収支全体で▲6 兆円を超える赤字が常態化するという事実は重い。

また、悲観シナリオにおける、ヒト関連収支の黒字が「2024 年の水準から横ばい」となる可能性もさほど極端な想定ではあるまい。貿易収支の赤字構造が恐らく解消しないのだとすれば、悲観シナリオの世界では貿易サービス収支赤字の▲10 兆円超えが新常态ということになる。なお、統計開始以来、貿易サービス収支赤字が▲10 兆円を超えたことは 3 回しかない。これは 2013 年、2014 年、2022 年だが、いずれも大きな円安が話題になった年であり、日本の貿易収支赤字ワースト 3（2022 年、2014 年、2013 年の順）に入る 3 年でもある。危機感の扇動と思われぬよう、標準・悲観の両シナリオは「それでもやや楽観寄り」の想定を置いているが、サービス収支赤字の拡大は不可避というイメージになる。

¹ 日本銀行「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」2023 年 8 月

もちろん、これらは前提次第で色々な結果があり得る。ここではデジタル関連収支については直近3年間の伸び率平均として約▲16%ずつ赤字が広がっていく想定が置かれている。これが▲5%や▲10%まで落ち着いてくる可能性もなくはないため、実際は2030年までにサービス収支赤字の▲10兆円台が常態化するとは限らない。しかし、ペースはどうあれ、デジタルサービスへの需要は増えることはあっても減ることは考えにくいというのが合理的な想定であろう。ちなみに、悲観シナリオ（ヒト関連収支黒字の横ばい）を前提とした場合、デジタル関連収支の赤字拡大ペースが▲10%であっても2030年にサービス収支赤字は▲10兆円台に乗るし、▲5%まで鈍化しても2036年にはやはり▲10兆円台に乗る。サービス収支赤字の問題は現在というよりも未来における拡大可能性に注目してほしいところである。

以上のような議論は拙著「弱い円の正体 仮面の黒字国・日本」で詳述しているので参照にされたい。いずれにせよ「サービス赤字10兆円時代」というのは遅かれ早かれ到来しても不思議ではない。現在のサービス収支赤字が▲3兆円台であることに安堵するのではなく、未来の想定も持ちたいところだ。

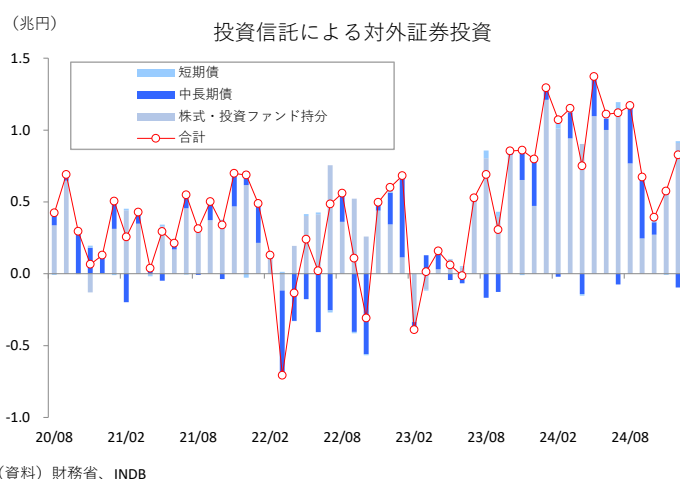
「デジタル赤字は悪ではない」論について

やや本筋と逸れるが、最近、「デジタル赤字は決して悪いわけではない。それを活用して生産性を高め、経済活動の高付加価値を進めれば良い」という論調も多く目にする。正論であり、筆者も大いに同意する。しかし、「赤字は悪ではない」が事実だとしても、拡大するデジタル赤字が今よりもさらに円の為替需給を歪めるであろう未来から目をそらすのも正しい姿勢ではない。「円安を抑制したい」という目線に限って言えば、デジタル赤字の拡大基調は残念ながら褒められたものではない。

「経済活動に不可欠だが、相手に価格決定権があると」という意味でデジタル赤字は原油輸入に近い「コスト」という側面を認識すべきである。原油価格が上昇して貿易赤字が膨らんだことを受けて「貿易赤字は悪ではない高付加価値な財・サービスを・・・」とは言わないだろう。デジタル赤字は極力その規模を抑えつつも、それを活かすべき道筋を同時並行で考えるべき存在である。

「家計の円売り」は復調傾向

なお、11月国際収支統計と同じ1月14日、財務省から2024年12月の「対外及び対内証券売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」も公表されている。これにより「家計の円売り」に関し、2024年通年の実績が明らかになったので考察を与えておきたい。新NISA稼働に伴う「家計の円売り」の代理変数と注目されてきた投資信託委託会社経由の対外証券投資は2024年通年で+11兆5069億円だった。2023年通年（+4兆5447億円）の約2.5倍であり、明確に資産運用立

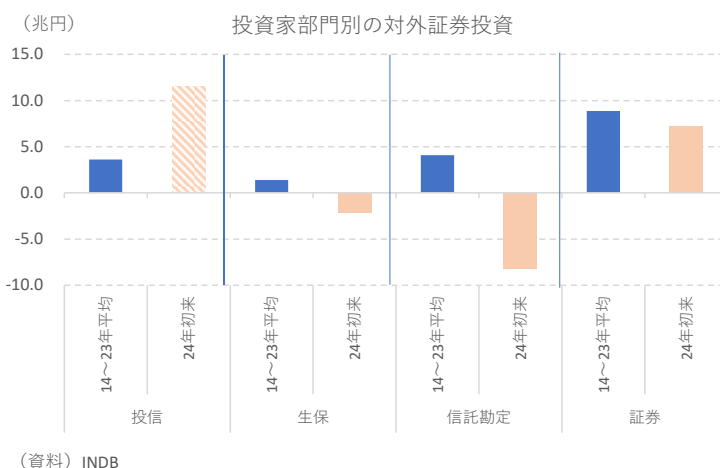


国に向けた施策の効果が現れた年になったといっておいて差し支えない。なお、今回明らかになった12月分は+8277億円と4か月ぶりの買い越し幅を記録し、株式・投資ファンド持込分に限って言えば+9099億円と2024年においては6番目に大きな買い越し幅であった。まだ確たることは言えないものの、令和版ブ

ラックマンデーと呼ばれた大暴落のあった昨年 8 月をピークに落ち込みが続いていた投信経由の対外証券投資は 10 月に底打ちを果たしたような印象がある。このまま復調を果たし、2025 年も円安相場に寄与するフローとなっていくのかは見通し上、重要な論点である。

「NISA 貧乏」もインフレ税の結果

2024 年通年に関し、外国為替市場で注目されやすいプレーヤーの動きを確認しておく。生命保険株式会社が▲2 兆 1200 億円、銀行及び信託銀行（以下信託勘定）が▲8 兆 1544 億円と大きな売り越しを記録している。前者は債券を、後者は株式・投資ファンド持ち分を売り越した結果である。そのほか金融商品取引業者（≒証券会社）は債券を中心として+7 兆 2040 億円の買い越しを記録している。結果、日本全体としては 2024 年の対外証券投資は+6815 億円と買



い越しであるものの、さほど大きな額にはなっていない。それでも「家計の円売り」の代理変数として投信動向が注目されているのはキャピタルフライトと近似するようなイメージで「家計部門の海外株買い」を解釈する向きが多いからである。キャピタルフライトとしての性格を持つのであれば為替ヘッジも想定されず、「買い越し額≒円売り規模」との連想が働く。直情的な為替市場において連想は事実を超えて影響力を持つが、実際に円安メリットを享受して海外株式の購入を欲する層は少なくないだろう。投信経由の対外証券投資は 2014 年から 2023 年の 10 年平均で約+3.6 兆円しかなかった。それが制度改定を経て 3 倍超に膨れ上がったわけで、東京外為市場に「新しい円の売り手」が登場したのは間違いない。

NISA 貧乏もインフレ税の結果

さて、こうした旺盛な「家計の円売り」は 2025 年も続くのか。10 兆円を超える買い越し規模が常態化するかどうかは別として、非課税枠が新規設定されている以上、それをインセンティブとした対外証券投資は今後も持続するはずである。しかし、最近注目される問題としては投資を行うインセンティブがあったとしても、それを可能にするだけの原資が乏しいという点がある。昨年来、「NISA 貧乏」というフレーズを見聞きするようになってきている。これは「新 NISA 稼働に伴い、資産の多くを投資に振り向けた結果、消費が制約されている」という現象を指している。確かに、消費を制約してまで投資を行っているとするれば、乏しい原資が理由で確かに投資行動は制約されるかもしれない。

しかし、消費を削ってまで投資に回す状況が非合理的とは言い切れない。この状況は「インフレ税で個人消費が抑制されている」という近年日本経済に指摘されている現象と同根ではないかと思われる（※インフレ税については昨年本欄でも詳述しているので参考にされたい）。周知のとおり、現在の家計部門が行う資産運用は「投資」である以前に「防衛」という側面も大きい。家計は何から資産を「防衛」しているのか。言うまでもなくインフレから「防衛」しているのである。

2022 年 3 月を起点とすれば、円は対ドルで最大で▲40%以上も下落している（113 円と 162 円を比較

した場合)。最も安全と思われていた円の現預金で抱えているだけで対ドルでの円の価値が 40%も削られる状況を受けて、日本国外で直接的・間接的に消費・投資行為を行う経済主体は自己資産に対する防衛本能が刺激されたはずだ。天然資源の 90%以上、食糧の 60%以上を輸入に頼る日本で暮らす以上、通貨安は輸入物価上昇を通じて全国民を満遍なく直撃する。

その傍らで日米株式ともに史上最高値更新が断続的に報じられ、国内不動産市場も活況を呈しているのだから「何かしなくては不味い」という漠然とした不安を駆り立てられるのは当然である。その際、国が用意した枠組みである新 NISA は投資決断の契機となるだろうし、預金よりも株式などのリスク性資産、その中でも円ではなくドルを中心とする外貨という選択になるのは合理的な結果と言えるだろう。

「貯蓄から投資」というより「貯蓄としての投資」

新 NISA を使ってリスク性資産の保有割合を増やし、インフレから「防衛」を図った結果、個人消費に回す原資が限定される状況に行きつくことは必然と言える。結局、「NISA 貧乏」もインフレを起点とする消費抑制という意味で「インフレ税で個人消費が抑制されている」という従前指摘されてきた事実と本質的に同じではないか。「NISA 貧乏」というフレーズは資産運用への過剰な傾斜をけん制するような意味合いが込められていそうだが、そのような指摘は正しくないだろう。デフレ下で現預金を「貯蓄」としてため込む行為も、インフレ下で株・投信・不動産等へ「投資」する行為も経済・物価情勢に合わせた最適行動という意味では同じである。少なくとも投資のせいで「貧乏になっている（だから消費できない）」かのような言説は本質的ではない。新 NISA を介した投資行動は予備的動機に突き動かされたものと考えられ、その点で投資でありながら貯蓄的な色合いを持っている。「貯蓄から投資」は互いが代替的な行為と解釈されがちだが、「貯蓄としての投資」が流行っているというのが実情に近いのではないか。

《日銀金融政策の現状と展望～残る通貨政策化の懸念～》

必然の利上げも続く円安

1 月 23～24 日の日銀金融政策決定会合は市場予想通り、政策金利を 0.25%程度から 0.5%程度へ+25bp 引き上げた。政策金利水準としては 17 年ぶりの水準である。もっともドル/円相場が 34 年ぶりの水準である 160 円近傍で推移し、それに応じた国内経済環境のダメージも指摘される中、円金利が連れ高になることは必然の帰結である。今回の決定に際し、日銀は通常の対外公表文と展望レポート（基本的見解）に加え「2025 年 1 月金融政策決定会合での決定内容」と題した決定内容にまつわる簡易説明資料も公表している。この種の資料は黒田体制下で見られた屋上屋を架す複雑な政策決定（イールドカーブ・コントロールやマイナス金利導入に伴う 3 層構造の金利調節など）に付随して見られてきたが、単なる利上げに付されるのは意外感もある。それだけ利上げが国民生活の重しとなり、政治的な反発を招きかねない展開に配慮しているのかもしれない。現に、「実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていく」と声明文に明記されている。

物議を醸した 12 月会合の現状維持は賃金情勢と第二次トランプ政権にまつわる 2 つの不透明感が理由として持ち出された。この点、簡易説明資料に照らすと、賃金に関しては「昨年に続きしっかりと賃上げを実施するとの声」の存在が指摘され、第二次トランプ政権に関しては「様々な不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は全体として落ち着いた状況」と指摘されている。「2 つの不透明感には片が付いた」という整理が透ける。市場に混乱がなく、賃金に強さが感じられるため「展望レポート

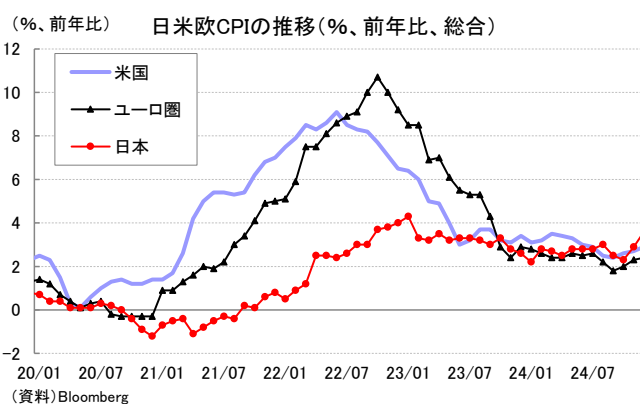
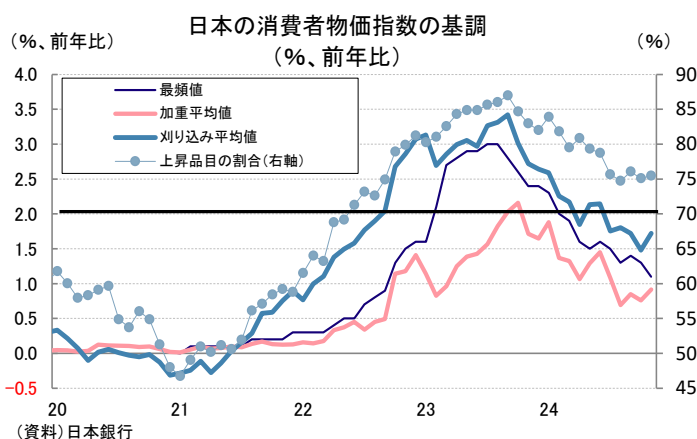
のシナリオに沿って利上げした」というのが今回の総括だろう。今後に関しては、簡易説明資料の上部に明記された「経済・物価は、これまで示してきた見通しに概ね沿って推移、先行き、見通しが実現していく確度は高まってきている」との文章が当面の日銀の挙動を拘束することになる。

ちなみに今回の利上げを経て、日銀と SNB の政策金利は並んだわけだが (P.4 前掲図)、両通貨の対ドルでの動きには雲泥の差がある。繰り返し論じてきたように、今次円安局面を金利面だけから正当化するのには無理があるし、スイスフランの動きと比較すれば、その点は自明である。象徴的にはスイスは貿易黒字を積み上げ、日本は貿易赤字に転落しているという事実は確実に影響していると考えられる。

既に中立金利？との思惑について

今回の利上げに対し消費者物価指数 (CPI) の基調の弱さを指摘しつつ、利上げに反意を示す向きもある。確かに、「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」を見るとインフレ率は「+1.0～+1.5%」のレンジにある (右図・上)。自然利子率が「▲1.0～+0.5%」だとすれば、仮にインフレ率を+1.5%と仮定すれば中立金利は「+0.5～+2.0%」ということになる。この見地に立てば既に政策金利は中立水準に達したということになるし、インフレ率を+1.0%と置けば引き締め状態に入ったということになる。その点に因んで性急さを指摘するのは分からなくはない。しかし、家計部門が体感するインフレは基調ではなく総合であり、この点も無視できなくなっていることは否めない。例えば 2024 年 12 月の CPI は総合ベースで前年比+3.6%と生鮮食品を中心として大幅な伸びが見られた (右図・下)。2024 年、歴史的な上げ幅として好感されたバアの平均上げ幅がほぼこれと同じ+3.56%であった。もちろん、12 月 CPI は瞬間風速ゆえ両者が相殺されたとまでは言えないが、実体経済で起きていることは値上げと賃上げの循環である (敢えて「好」循環と呼ぶことは控える)。植田総裁は「だからといってポンポン上げるか」というと安易に考えずに、注意深く進めていきたい」と早期利上げ期待をけん制するが、円安インフレが続く限り、利上げはいつ何時でも決定される可能性はある。円安抑止を目的とする利上げに関し、相応の民意は得られる雰囲気もある。この点は政治もそれは理解するところではないか。実際、日経新聞が 1 月 26 日に公表した調査では、利上げへの評価について「評価する」との回答が 54%で「評価しない」の 34%を大きく上回っている。

なお、需給ギャップが埋まらないことを利上げ反対の理由として挙げる向きもあるが、やや浅薄に思える。というのも、そもそも人手不足で資本稼働率が低位安定を強いられているという現状があるからだ。「労働供給制約ゆえに、資本設備を使いたくても使えない」という現状があるとすれば、実態以上に経済



が遊休資産を抱えている（需給ギャップが緩んでいる）ように見えてしまう恐れはある。この辺りは諸説あり得るが、そこかしこで労働面での供給制約が指摘される中、「需給ギャップに余裕があるから利上げは尚早」という主張は鵜呑みにできない。物価、賃金、円金利、全てが上がる中、通貨の値段である金利も上がるというごく自然な相場現象が起きているのではないか。

結局、為替次第の追加利上げ

簡易説明資料の最後には「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」と明記してある。「今後も利上げはある」という意思表示が一般向けにも発信される状況であり、市場の関心は「次はいつか」に移る。今回の「展望レポート」における物価見通しの上昇修正はエネルギー補助金やコメ価格上昇など特殊要因であり、そこに想定外の円売りも重なったという意味で「一時的なコストプッシュ要因が大きくなった」ことに起因している。それゆえ、今回の見通し上方修正に伴い積極的な利上げが要求されるわけではない。実際、本稿執筆時点では 0.75% への追加利上げは 10 月会合まで織り込まれていない。植田総裁も「(物価の見通しは) 今年の半ばくらいまでの上方修正で、その後は落ち着いてくるものとみている。深刻なビハインド・ザ・カーブの状況にあるとは今のところ見ていない」と述べており、利上げの必要性は上期中に収束する可能性も示唆される。

しかし、身も蓋もないが、現状維持を

貫けるかどうかは結局為替次第と言わざるを得ない。今回はそうではなかった

が、昨年 7 月のように円売りで利上げを煽られるという懸念は常にある。

声明文には「このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、

2024 年度が 2% 台後半となったあと、2025 年度も 2% 台半ばとなる見通し」

と記述されており、これが政策変更の一因となった背景が透ける。極端な話、

次回 3 月会合時点で 170 円台に接近していれば、「為替円安等に伴う輸入物価の上振れ」を懸念した上で

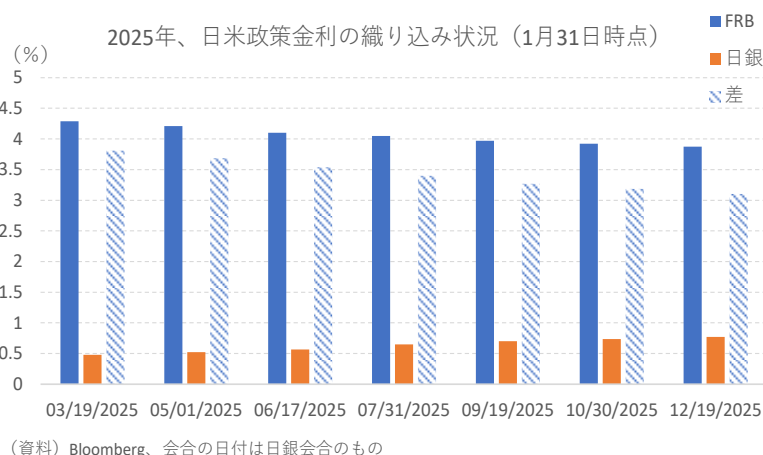
金融市場における利上げ織り込みも機動的に変化せざるを得ないはずである。真の問題は当面の FOMC

が現状維持を重ねた上で「利下げの終わり」を明示するような展開に至ったときに、どれほど円安が進み、それが輸入物価経由で一般物価を押し上げるのか、だ。現時点では、年内いっぱいにかけて日米の政策金利は▲70bp ほどしか縮小しない想定だが、これは FRB が「2 回も利下げできない（織り込みは 1.8 回程度）」という想定に基づいている（図）。これが「1 回も利下げできない」、「2026 年は利上げ再開も」といった予想変容に至ると当然、ドル/円相場が押し上げられる要因になる。この時、日銀は利上げで金利差を縮め、円安抑止を図ろうとするだろうが、これはもはや先進国ではなく途上国で定番の仕草だ。

徐々に、しかし確実に金融政策の通貨政策化が進みつつあるように感じられる。

徐々に、しかし確実に金融政策の通貨政策化が進みつつあるように感じられる。

いずれにせよ、植田総裁が会見で述べた「ペースやタイミングについては今後の経済・金融情勢次第と考えており、予断は持っていない」との弁はタカ・ハト双方に受け止めるべきであり、最近の金利・為替情勢を踏まえれば、思わぬタカ派シフトにも警戒を怠るべきではない。



《米金融政策の現状と展望～近づく「利下げの終わり」～》

6月まで利下げはなし。堅調過ぎる米国情勢

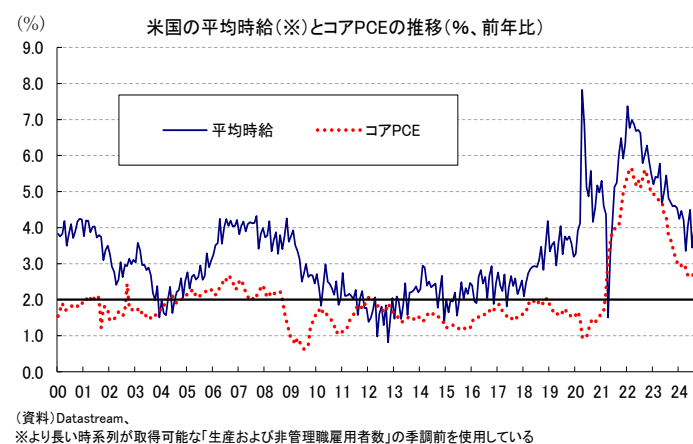
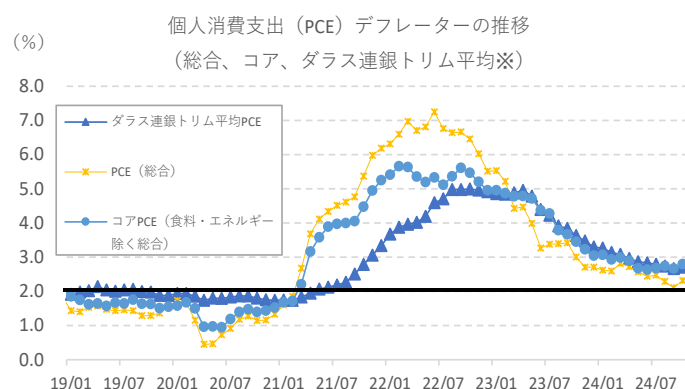
1月28～29日に開催されたFOMCは市場予想通り、政策金利であるFF金利誘導目標を4.25～4.50%で据え置いた。12月に更新されたメンバーの政策金利見通し（ドットチャート）において2025年中の利下げが2回とされる中、市場の織り込みもほぼこれに沿っており、当面の政策変更は想定されていない。パウエルFRB議長が会見で「経済が堅調であるため、金利を調整するにあたって急ぐ必要はない」と述べる中、3月や5月も現状維持を見込む向きが支配的である。もちろん、この間にも不測の事態は頻発するであろうが、現状では利下げを促すような基礎的経済指標に乏しいのは間違いない。政策判断の要諦となるインフレ指標は総合で見ても、基調で見ても2%付近で下げ止まり、反転し始めているように見受けられる（右図・上）。その背景には依然として堅調な雇用・賃金情勢があり、平均時給もやはり反転の兆しが見受けられる（図・下）。既に

軍用機を用いた移民の強制送還が実行に移される中、労働供給制約は強まる見込みであり、パウエル議長も「国境を越える人の流れは非常に大きく減少しており、今後もそれが続く」、「例えば建設業で移民の労働力に頼っている企業が、急に人を集めにくくなっている」と労働需給逼迫に警戒感を覗かせている。

もちろん、利上げを受けた労働需要の減少も認められるところであり、だからこそ失業率は低下も上昇もせず安定しているわけだが、過去四半世紀の中で米国の雇用・賃金・物価情勢が最も強含んでいることは図（下）からも明確である。この点、常々本欄で言及している「米国の生産性だけが図抜けて高い。よって中立金利も高まっている」という推論と整合的である。米国が利下げ路線を持続するにあたっては米国の経済・物価情勢は堅調過ぎると言っても過言ではない。

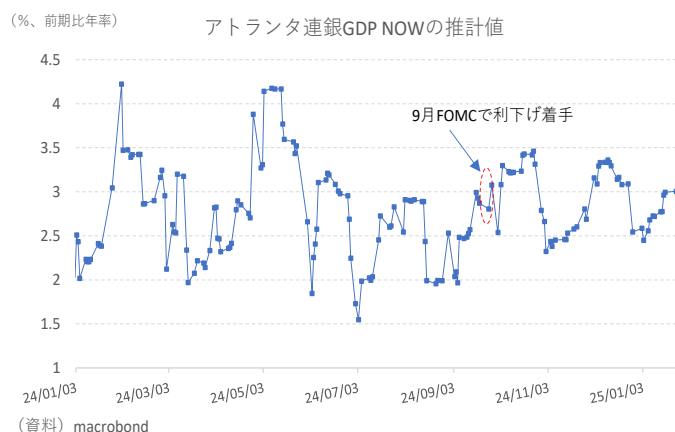
トランプ大統領のドル安・低金利志向は影響せず

今回はトランプ政権発足後、初のFOMCということもあり関連質問が多く見られた。今後もFRBのタカ派姿勢がトランプ大統領の志向と摩擦を起こす可能性がたびたび注目されるだろう。しかし、あくまで重要な事実は、トランプ政権自身が終わらぬインフレの体現者であることに無自覚である以上、減税の恒久化や追加関税政策の断続的な実施が米国内の物価を上げることはあっても下げることはないという点である。政権のポリシーミックスに対して実体経済情勢はあくまで受動的であり、その実体経済情勢に合わせて中央銀行は政策運営を調整する。いくらトランプ大統領が「利下げを望んでいる」と希望



しても、それは FRB にとって単なる感想であり、実体経済情勢に適した政策運営が執行されるだけだ。トランプ大統領就任前後から「トランプ大統領のドル安・低金利志向を受けて FRB の政策運営やこれに伴う為替動向に影響はあるか」と繰り返し照会を受けるが、大統領として経済・金融情勢にそぐわない金利・為替動向を強いることはできない」としか言いようがない。

もちろん、パウエル議長の任期が来年に迫る中、今後、人事を通じた超法規的なアクションをもって利下げを強いるという場面が絶対に無いとは言えない。例えば今週、その就任が承認されたベッセント財務長官は就任前、米誌のインタビューで、早期に次期議長を指名して「影の議長」とすれば、パウエル氏の発言は注目されなくなるとの持論を展開したことで注目を集めた。確かにこのアプローチならば、FRB が実際に政策金利を



下げなくとも、ある程度、市中金利を抑制することは可能かもしれない。しかし、それとて持続性のあるものではなく、早晚、加熱する国内経済に配慮して金融政策は引き締め方向に戻されることになるだろう。FOMC が開催された 1 月 28 日時点でアトランタ連銀の GDPNOW は実質 GDP 成長率に関し、前期比年率で約+3.2%と試算していた。これは米議会予算局（CBO）の推計する潜在成長率よりも約+1 ポイントも高い。この状況が続くのであれば、むしろ利下げよりも利上げが検討されても不思議ではない。結局、「経済が堅調であるため、金利を調整するにあたって急ぐ必要はない」というパウエル議長の弁が全てであり、金融市場は「利下げの終わり」が争点化するタイミングを推し量るゲームを当面続けることになる。ドル/円相場に目をやれば、「米国の利下げ局面が来れば円高に戻る」という定番の解説がやはり適切ではなかったという結末が徐々に近づいているのではないだろうか。

《メインシナリオへのリスク点検～ブラックスワンとしてのプラザ合意 2.0～》

米国はこれ以上のドル高を許容できるのか

冒頭も論じたように、2025 年の為替市場に関しては、ドル相場続伸を予想する声が相変わらず多い。現在入手可能な情報に基づく限り、それは合理的な予想と言わざるを得ない。事実として米国の労働生産性（ここでは時間当たり実質 GDP）の伸びは先進国でも突出しており、その分、中立金利も上がっていると考えるのは自然である。2025 年は「利下げの終わり」はおろか、「利上げの始まり」がどこかのタイミングで織り込まれ始めるのではないかとの声すら見られる。あながち否定しかねる状況である。

ドル高相場が続くほど、「低金利やドル安を志向する第二次トランプ政権がドル全面高をどれほど許容するのか」という市場の思惑は強まるだろう。もちろん、インフレ高止まりが社会問題化し、そのおかげでバイデン政権が倒れ、自らの再選に漕ぎつけたのだから、建前では低金利・ドル安を望みつつも本音では「インフレが終息しない間はドル高を容認」と考えるのが基本線である。ベッセント次期米財務長官が財政規律派ゆえに米金利が低下、結果としてドル安が実現するという解釈も一時期は持てはやされたが、時の政権にとって世論の離反に繋がりがかねないインフレこそ忌避すべき経済現象であり、基本的には「ドル高の方が都合は良い」と考えるのが自然である。

しかし、実効ドル相場を見た場合、名目・実質ベースともに過去 10 年以上、上昇局面が続いており、実質ベースに至っては既に 1985 年のプラザ合意前後の水準に接近している（図）。国際協調によるドル高是正が正当化された時代と同水準が視野に入る事実を保護主義推進者であるトランプ氏がどう評価するか。1985 年当時のカーター前大統領は米国内（特に米国議会）の論調が保護主義に傾斜することを危惧してプラザ合意の必要性に至ったが、トランプ氏は自身の

政治信条に基づき率直なドル高是正を求めるかもしれない。もしくは、為替経路ではなく、ドル高を放置した上で保護主義者らしく追加関税というより制裁色の強い挙動に訴えかける可能性もある。いずれにせよ、ドル高が放置された場合、それが政治的に許容されるのかは注目の論点と言える。

（2020年=100） ドルの実質実効為替相場と長期平均の推移



ブラックスワンとしての「プラザ合意 2.0」

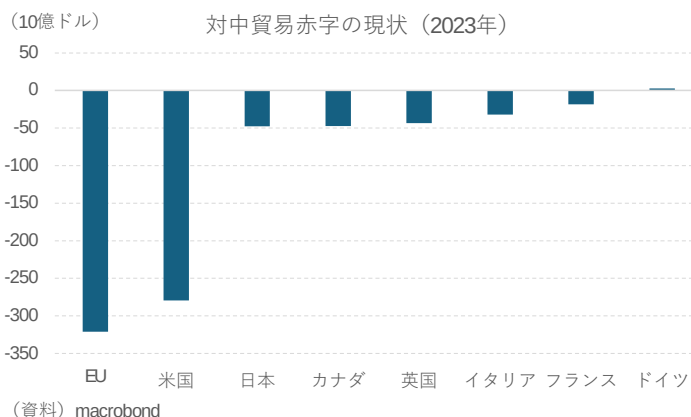
年末年始の金融市場では「びっくり予想」、いわゆる金融市場に断絶をもたらすような予想外のイベントや材料を訪ねられることが多い。筆者は 2025 年にブラックスワンのイベントがあるとすれば、「プラザ合意 2.0」の可能性を挙げたい。上述したように、インフレが社会問題化している中で通貨高を是正する必要性は大きくない。それは裏を返せば、インフレが鎮静化すれば、そのドル高も争点化しやすいという意味でもある。例えば、今後、CPI や個人消費支出（PCE）デフレーターが+2%前後で落ち着いてきたらどうか。現状では基調的なインフレ関係指標が 2%近傍で落ち着き始めている（P.12 前掲図）。もちろん、底打ちして上がり始めているようにも見えるため、今はその点で過渡期とも言えるだろう。かかる状況下、対円だけではなく、対主要通貨、言い換えれば実効相場ベースでドルが歴史的な高値を付けるような展開になれば、金融市場でも注目の論点となるのではないか。ラストベルトの支持を背負うトランプ政権としても看過できないという判断はあり得る。

実際、これまでも G20 など国際会議の開催に合わせて「プラザ合意 2.0」の可能性は取りざたされてきた。特に 2016 年 2 月の上海 G20 に関しては暗黙の第二次プラザ合意としての「上海合意」があったという報道は多数見られた²。その真偽や因果関係は定かではないが、上海 G20 の後に FRB の利上げ路線が棚上げされたのは事実である。仮に「プラザ合意 2.0」が現実的に求められる場合、その大義として第二次トランプ政権は米国の貿易赤字の大きさを持ち出すだろう。特に、圧倒的な対米貿易黒字を誇る存在として中国が（これまで通り）敵視されることは言うまでもない。この点、実は G7 で米国の次に対中貿易赤字が大きいのは日本だ。日本において対中貿易赤字の大きさが争点化しているわけではないが、そもそも貿易赤字の大きさ自体が円安の一因として注目されている以上、中国の貿易黒字の大きさを理由にした「プラザ合意 2.0」やこれに伴うドル高是正は日本にとって「渡りに舟」という側面もある。

² Bloomberg 「プラザ合意に似た「上海合意」が存在する可能性、一部アナリスト指摘」 2016 年 3 月 18 日、日本経済新聞 「「第 2 のプラザ合意」臆測も ドル高是正、国際金融の焦点に」 2022 年 10 月 14 日

「中国 vs. 西側陣営」の構図

例えば、米国が通貨高の是正を、日本が通貨安の是正を希求した場合、互いの利害は一致する。日米だけではなく、ドイツを除けば G7 は対中貿易赤字であるし、EU レベルで見れば、やはり欧州全体としても対中貿易赤字を抱えている（図）。昨年下半年以降、ユーロ安も相応に深刻度を増しているの

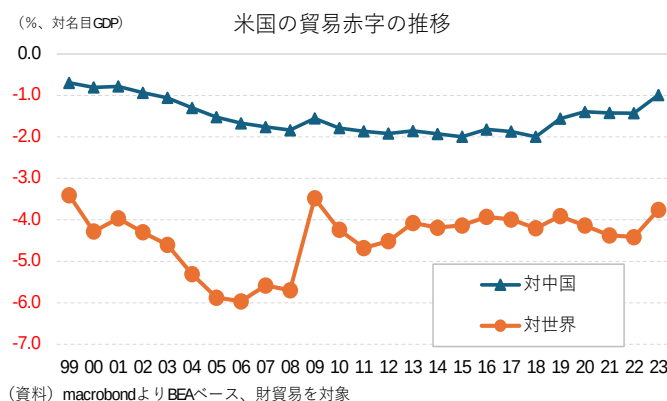


で、2022 年 1 月対比で人民元は 0～▲5% で穏当な通貨安が続く一方、ドルは優に +10% を超えている。ユーロの実効為替相場で見ると落ち着いているのは対ドル、対スイスフランで下落する一方（両通貨のウェイト合計で 19.5%）、対人民元、対円（両通貨のウェイト合計で 23.3%）で上昇していることなどが背景にありそうだ。实体经济に目をやれば、対ドル相場での続落が域内のインフレ率を押し上げることに関し ECB を筆頭とする域内の当局者は愉快に思うまい。

いずれにせよ、現状では「仮想敵国である中国が意図的に通貨安誘導を行い、米国を筆頭とする西側陣営が割を食っている」という構図は指摘できなくはない。かかる状況を踏まえ、西側陣営で結託してドル相場を低位誘導しようという発想はトランプ次期大統領らしい発想でもある。

依然として米貿易赤字の 3 割弱は中国

米国の対中貿易赤字は 2023 年時点で 2787 億ドル（GDP 比で▲1%）と近年の両国関係を反映して 13 年ぶりの低水準まで縮小している。だが、それでも米国の貿易赤字（約 1 兆ドル、GDP 比で▲3.8%）の約 2～3 割が中国という状況は目立つ（図）。対米貿易赤字の大きさに関し、中国に次いで大きいのがメキシコ（1614 億ドル）、これにベトナム（1046 億ドル）と続くが、これらの国は中国から部材を輸入し、米国へ輸出するという



加工貿易の結果が含まれていることで知られる。当然、こうした貿易取引は第二次トランプ政権も問題視するところだ。極端な話、メキシコやベトナムまで対中貿易の結果だと判断すれば、米国の貿易赤字の半分は中国という着想にも至る（実際は台湾や韓国、何より米国の自動車企業による輸出も含むため、全てが敵対視される筋合いではないが）。ちなみにメキシコのほか、ベトナムの次に対米貿易赤字が大きいカナダ（▲723 億ドル）といった旧 NAFTA 諸国は米国の自動車会社が工場を構え、米国に輸出しているという実情もある。トランプ氏は第二次政権においてメキシコとカナダからの輸入品全てに 25% の関税を課すと述べているが、これは自国企業を圧迫する行為でもあり、要は「米国内で作れ」という意思表示

と考えられる。なお、カナダの次に対米貿易赤字が大きい国が日本（▲719 億ドル）である。過去の本欄でも議論したように、日本は既に多額の対米投資を実施済みだが、やはり因縁はつけられやすいだろう。

結局、米国は対中国でも、対主要国でも大きな貿易赤字を抱えている。そのため第二次トランプ政権が「プラザ合意 2.0」に踏み込むとした場合、対人民元でのドル高是正であれ、対主要通貨でのドル高是正であれ、相応に理屈は立つ。政治的には対人民元を前面に押し出した方が分かりやすいが、米国第一主義と整合的にドル安誘導を企図するならばシンプルに「米国の過剰な貿易赤字を是正する」という大義と共に国際協調を強弁するかもしれない。

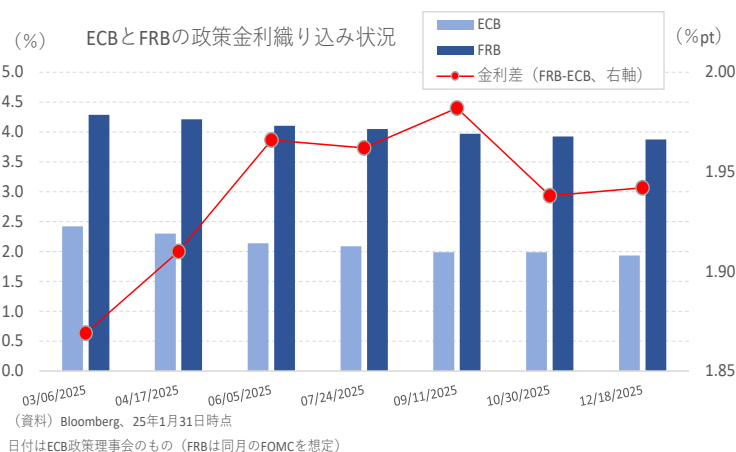
ドル安誘導は人民元国際化の橋頭保に

もちろん、こうした「プラザ合意 2.0」の想定はあくまでブラックスワンであってメインシナリオではない。しかし、この論点は第二次トランプ政権だからこそ看過できないリスクシナリオの 1 つとして留意したいものだ。実際、「半世紀ぶりの安値」までの押し下げられた円の実質実効相場が短期間で大きく切り上がるとすれば、そのような力業くらいしか思いつかない。通貨高（円高）を社会全体で忌避していた過去であれば受け入れの難しかった論点だが、現在は政治・経済的にも円安是正は歓迎されやすい雰囲気はある。あくまでブラックスワンとしての論点だが、「プラザ合意 2.0」は興味深い論点である。

もっとも、米国が保護主義に訴えかけながら自国通貨の切り下げを先導した場合、「強いドル」への政治的意思には疑義が生じる。実際、トランプ氏はドルの基軸通貨性にチャレンジするような動きをけん制する意図を明示している。「BRICS 共通通貨を検討するような動きがあれば、追加関税 100%」と述べたことはその象徴であった。「ドル高は嫌だが、基軸通貨の座を譲るのも嫌だ」というのは矛盾した主張でもあり、総合的に考えれば、やはり基軸通貨性を担保すべく「強いドル」を甘受していくというのがメインシナリオではある。米国が自ら「弱いドル」を志向すれば、それが中国にとっては人民元国際化のための橋頭堡になる可能性もある。しかし、現在の政治・経済・金融情勢を踏まえると、米国が自発的にドル安を誘導しようとするに関し、日本、ユーロ圏そして中国がそれほど反対しない環境は整っている。この点だけは押さえておきたいところである。

◆ ユーロ相場の見通し～極めて大きい欧米格差、パリティ割れの現実味～ 《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～賃金鈍化に賭ける利下げ路線～》 進む ECB、止まる FRB、彼我の差は大きく

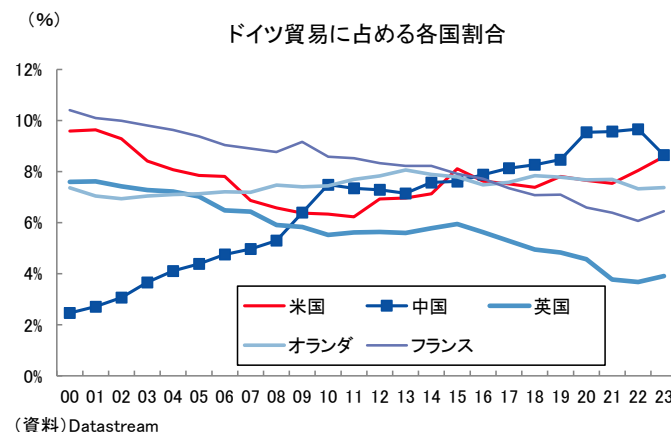
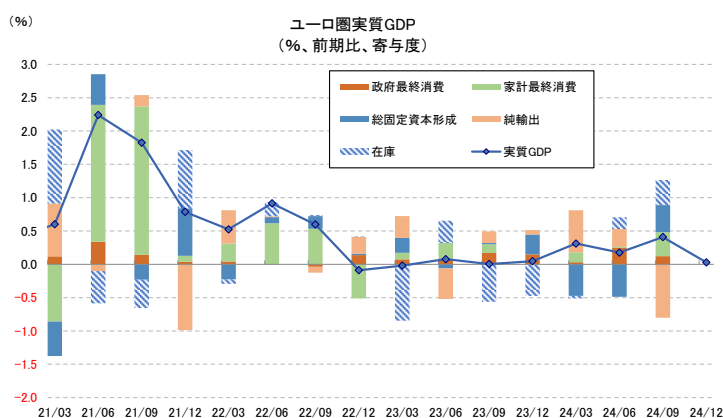
1月30日に開催された ECB 政策理事会は主要政策金利を▲25bp ずつ引き下げることを決定した。利下げは4会合連続となり、4会合ぶりの利下げ停止に踏み切った FRB と対照的な局面に入っている。FRB に関しては年央までの利下げ停止が見込まれる一方、ECB はラガルド総裁が利下げ停止について「時期尚早」と述べるなど、政策金利の当面の推移も大きな違いが出そうである。本稿執筆時点では、市場では ECB についてあと3回強、FRB についてあと2回弱



を織り込む状況にあり、彼我の差はかなり大きい(図)。記者会見では「Fedが金利引き下げを停止しているのに、利下げを続けることに抵抗はないか」という質問が見られたくらいである。ユーロ/ドル相場の軟化はこうした格差をそのまま反映したものであり、同方向の動きが当面続いた上でパリティを割り込むというのが引き続き本欄のメインシナリオである。

沈む独仏2大国とトランプ関税

また、政策理事会同日にはユーロ圏10～12月期GDP(1次速報値)も公表されており、実質GDP成長率は前期比ゼロ%と横ばい、年率換算ではわずかに+0.1%にとどまるという結果に落ち着いた(以下前期比で特に明記しない限り前期比で議論)。国別に見ればドイツが▲0.2%、フランスが▲0.1%と2大国が揃ってマイナス成長に陥っており、ドイツは元より五輪特需を失ったフランスの失速も全体感を規定した格好である。スペイン(+0.8%)やポルトガル(+1.5%)といった南欧勢が気を吐いているものの、相殺するには至っていない。これでユーロ圏の実質GDP成長率は2024年に関して+0.7%という仕上がりになる。ECBやIMFの予想に従えばドイツがプラス成長に復帰するに伴って2025年は+1.0%台まで復調する見通しだが、そのためには政策金利の順当な引き下



げが必要になるだろう。果たして、ユーロ安を引き受けることになったとしても、そのような決定が続けられるのだろうか。今回、ラガルド総裁の会見でもトランプ関税への言及が当然見られたが、「摩擦の増大はユーロ圏の成長にとって重荷」とやはり警戒感を明言している。特にドイツに関しては中国との関係が変容を迫られる中、今や最大の輸出先が米国へシフトしつつあり、追加関税が持つ域内経済の押し下げ効果はかつてよりも深刻な可能性に至ることが推測される（前頁図）。内外の経済環境が芳しくない中、中央銀行として求められることは利下げ一択という状況である。

中立金利の考え方

引き続き注目は中立金利の水準をどこに置くかであり、1人目の質問者がこれを尋ねている。具体的には「ダボス会議では ECB 政策理事会後の会見とは若干異なる中立金利の予測範囲を示した。変更したのか。この変更の意味があるとすれば、どのような意味があるのか」と質している。後述の通り、ダボス会議においてラガルド総裁は域内の中立金利に関し「1.75%～2.25%」と言及した。それまでは 2023 年の示されたスタッフ分析に倣って「1.75%～2.50%」と紹介されることが確かに多かった。この点、ラガルド総裁は修正の理由については回答を避けたが、「r-star（自然利子率）については、（1 月政策理事会）8 日後の 2 月 7 日にスタッフが自然利子率の修正について発表する予定だ。これは私たち（政策理事会）が議論したことではない。あくまで範囲であり、ガイドラインや目的地を示すものではない」と回答している。おそらく 2 月 7 日に出てくる数字が概ね「1.75%～2.25%」という範囲に収まるものと推測される。なお、同じ質問者は「どこまで金利を下げるつもりか」といったやはり中立金利に関連した論点を尋ねているがラガルド総裁は「it would be premature at this point in time about the point where we have to stop」と述べ、利下げ停止議論が時期尚早であることを強調している。

利下げの行き先は引き続き賃金動向に依存するわけだが、この点ラガルド総裁は「現在我々が持っている指標は全て下降傾向にあり、2025 年には賃金が下がるという我々の確信を裏付けている」と述べ、「2025 年中に賃金は必ず下がる」という前提の下で政策調整が行われている実情が透ける。サービス物価が前年比+4%で高止まりする中、この点はまだ予断を許さないが、ECB はこの点に関する自身の分析に自信を持っているように見受けられる。この点、2 月 5 日に更新される ECB 賃金トラッカーと合わせ見ながら、会見を評価すべきだが、「賃金は下がる。だからフォワードルッキングに金利も下げておく」という基本姿勢は 3 月も不変だろう。なお、ECB 賃金トラッカーに関しては次節で紹介しているので、合わせて参照されたい。

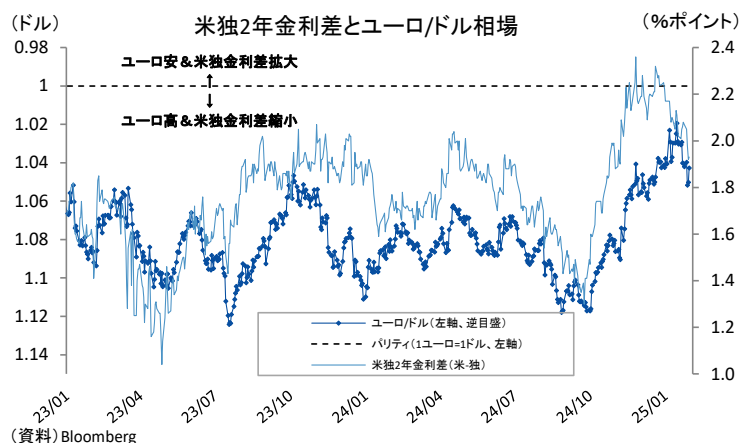
《ユーロ相場の現状と展望～パリティ割れを予見させる域内経済失速～》

パリティ割れ、早速視野に

本欄では予測期間中、ユーロ/ドル相場のパリティ割れをメインシナリオとしている。既に年初から一時 1.02 台を割り込むなど、出足の鈍さが目立っている。欧米景気格差が欧米金利差に直結する傾向が年後半にかけて強まりそうなことを踏まえれば、ユーロ/ドル相場の軟化を見込むこと自体、意外感はない。その上、ECB が置かれている政策環境は日銀のそれと同じくらい窮屈である。両中銀ともに自国通貨安で政策姿勢を規定されている点で共通している。日銀は円売りに煽られるように追加利上げを急かされる状況にあるが、ECB はユーロ売りに煽られるように追加利下げを封じられているのが現状だ。

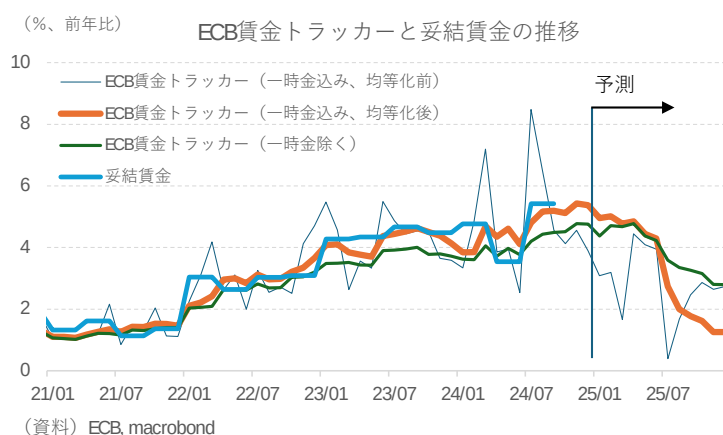
本稿執筆時点では年内の ECB の政策金利は 2% 付近まで引き下げられる展開が織り込まれている。過去、ECB スタッフが試算した中立金利が 1.75% から 2.50%、1 月にダボス会議でラガルド総裁が口にした水準では 1.75% から 2.25% であった。だとすれば、さえない域内情勢に照らして、それほど緩和的な金融環境は用意されていないと言える。なぜか。ひとえに通貨安への懸念は無関係ではないように思える。

金利差にビビッドに反応しやすいユーロ/ドル相場の性質を踏まえれば(図)、大幅利下げはユーロ安經由で域内のインフレ抑制を難しくするだろう。だからこそ金融政策ではなく財政政策での内需下支えが期待されるわけだが、これも安定・成長協定という制約に嵌められ身動きがとりづらいというユーロ圏特有の事情がある。ダボス会議において実体経済の弱さを理由とした大幅利下げの可能性を問われたラガルド総裁はその可能性を否定した上で、その理由として「例えば注目は為替レートで何らかの結果をもたらす及ぼす可能性がある」と回答している。



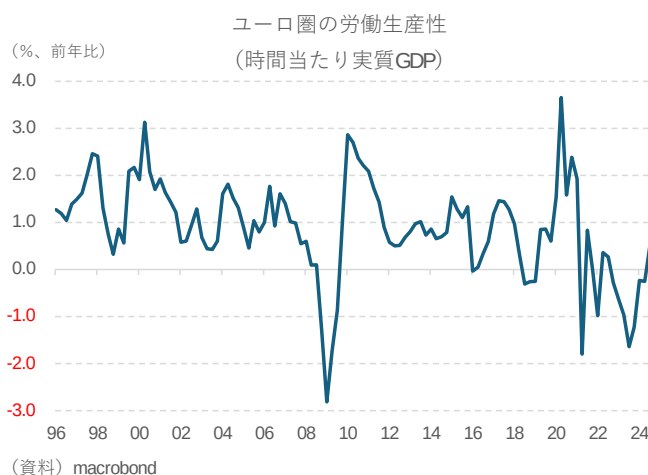
2025 年の賃金鈍化は確実か

しかし、域内景気は明らかにまとまった幅の利下げを正当化している。これは ECB の注視する賃金動向からもはっきり読める。12 月 18 日、ECB は当面の域内賃金情勢を推し量る上で重要となる賃金トラッカーの統計利用を遂に開始した。これまでワーキングペーパー上での参考資料にとどまっていたが、今後は政策理事会の翌週の水曜に定期更新されることになる。重要だが、速報性に問題のあった域内の妥結賃金統計を予想するための先行指標として今後、ECB ウォッチで重要な役割を果たすことになる。カバー対象国はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、オーストリア、ギリシャの 7 か国で、賃金トラッカーの 2013~2024 年の実績部分に関しては対象国の従業員の 47.4% を捕捉できることになっている。12 月に公表された最新の賃金トラッカーによれば現在未発表の 2024 年 10~12 月期の妥結賃金は約 5.4% で前期実績(5.42%、特に断らない限り全て前年比)からおおむね横ばいの公算だが、2025 年通年までに目線を伸ばせば、ヘッドラインとなる ECB 賃金トラッカー(一時金込み、均等化後)で約 3.2% まで鈍化する見通しが示されている。



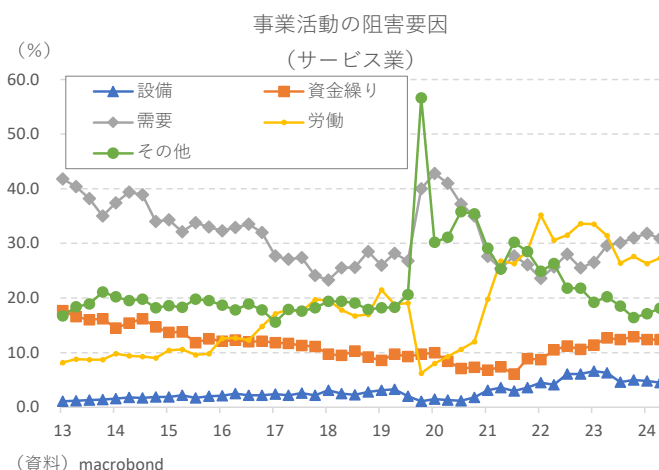
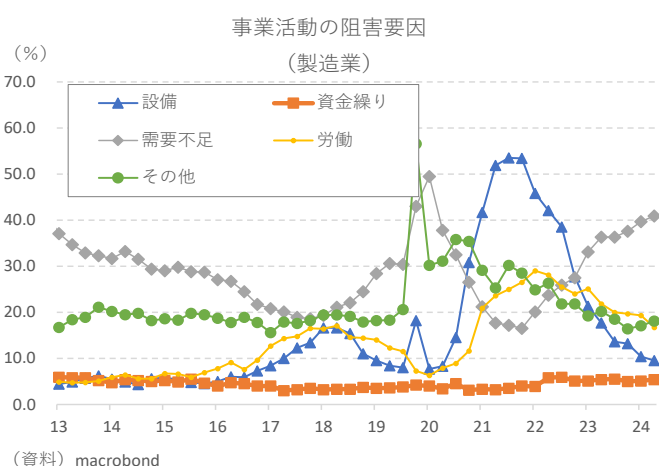
ユーロ圏の生産性は大きく伸びていない

今後、賃金上昇率が3%程度まで落ち込めば、平時とECBは捉えるだろう。理論的に考えれば「生産性上昇率 1%+インフレ率 2%=賃金上昇率 3%」は穏当な想定だからだ。しかし、ユーロ圏（20 各国、total economy）で見た労働生産性（≡時間当たり実質 GDP）は+1%も伸びておらず、2024 年 7～9 月期でようやく+0.5%程度、通年（1～9 月）で均すとほぼ横ばいである（右図）。とすれば、インフレ率が2%とした場合、賃金上昇率は生産性の伸びが抑制される分、さらに鈍化する可能性もある。仮に鈍化しない場合、単位労働コスト（ULC）が高止まりすることになるため、域内全体ではスタグフレーションの色合いが濃くなることになる。図を見れば分かるように、ユーロ圏の生産性は2010 年前後から、すなわち欧州債務危機以降で趨勢的に伸びなくなっており、パンデミック以降はマイナスでの推移も常態化している。リモートワークや時短勤務が増え、その分、しっかりアウトプットも減っているという状況が透ける。日本の問題点を議論する際、「欧米では」という枕詞が付きやすいが、もはや欧米は同一視できない。



域内企業の問題意識は既に「需要不足」へ

賃金・物価情勢の鈍化傾向は域内需要の減退を率直に反映した動きである。欧州委員会調査でも域内企業部門が抱える最大の問題意識は製造業、サービス業共にかつての「人手不足」から「需要不足」にシフトしつつある（下図）。1 月 6 日に公表された経済報告（Economic Bulletin）でも、ECB は域内労働市場の異例の底堅さはもう今後は続かないと指摘している。



この点、賃金・物価情勢が「想定外に強い」という不安を抱え続けている米国と彼我の差はかなり大きいと言わざるを得ない。問題は冒頭述べたように、こうした域内経済に合わせて政策金利を素直に下げ続けることが難しいという現状である。そうした政策運営を展開した場合、ユーロ安経由でインフレを輸入しかねないという問題が付きまとう。中立金利の下限と目される 2.00% 付近までの利下げを敢行した時点でユーロ/ドル相場がパリティを割り込んでいる可能性は相当高いだろう。だが、ロシア・中国に

依存してきたツケを払わされているドイツを中心として中立金利程度では十分な緩和と言えない可能性もある。もちろん、ドイツの中立金利はもっと高い可能性もあるため、それでも助けにはなるだろうが、それ以外の加盟国では財政出動という正攻法を封じられていることの影響が顕在化する懸念がある。

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

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。