

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2025 年 3 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～円ロングはどこへ向かっているのか～

日銀金融政策の現状と展望～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～	P.3
米金融政策の現状と展望～追加関税はインフレか、デフレか～	P.5
トランプ政策と為替への影響～2025年、円の「押し目」はこないのか？～	P.7
円相場の需給環境について～過去最大だった対外直接投資の意味～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～日本は衰退国と認識すべきか～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高の背景をどう解釈すべきか～

ユーロ圏の金融政策の現状と展望について～拡張財政路線の足音～	P.16
ユーロ圏の経済・金融情勢について～ユーロ高の背景と「暖かい水」～	P.18
EUの政治・経済情勢について～「欧州の再軍備」のカネは誰が出すのか～	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

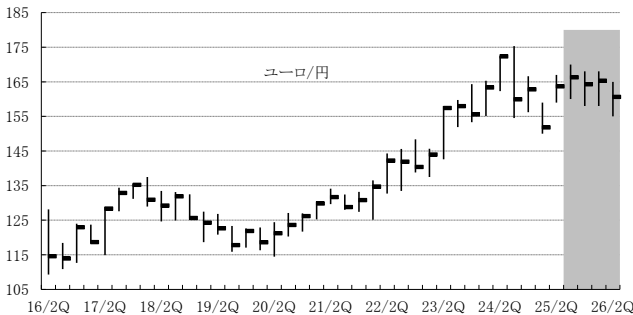
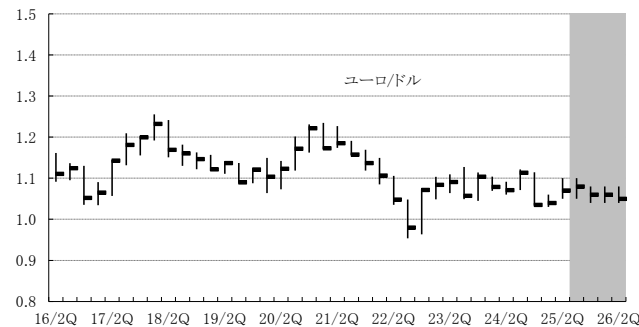
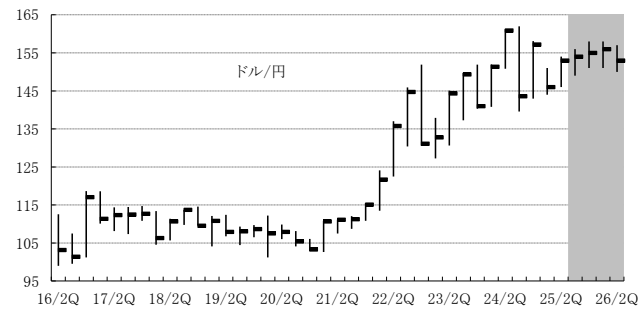
3月のドル/円相場は文字通り、「往って来い」の地合いであった。月前半こそ日銀の追加利上げ期待に乗じて円買いが盛り上がり、一時年初来安値を更新する時間帯も見られた。しかし、トランプ政権の関税政策にまつわる不透明感から金融市場が不安定になる中、日米の金融政策は膠着するとの期待が強まり、日米金利差縮小を当て込んだ円買いは月後半にかけて退潮になった。とはいえ、月末時点においても「日銀利上げ一点買い」とも言えるような「投機の円買い」は残されており、IMM 通貨先物取引では依然「史上最大の円買い」を確認することができる。言うまでもなく、投機である以上、「史上最大の円買い」は「史上最大の円売り戻し」と表裏一体でもあり、短期的なドル/円相場の上方リスクは大きいと言わざるを得ない。当面はその「きっかけ探し」が先行する中、構造的な議論は注目されにくくなるだろう。もっとも、4～6月期は日銀の追加利上げとFRBの追加利下げがセットで期待できるとすれば、「史上最大の円売り戻し」で上昇したとしても、その後に下落を期待することもできる。一過性の乱高下に振られないようにしたい。7～9月以降はトランプ関税がインフレ的に作用し、米金利が高止まりする中、ドル高に戻る公算は大きいと考えたい。確かに、追加関税は米経済を減速させるという意味でデフレ的な側面も持ち、その意味で米金利低下とドル安を招く材料だが、予測期間中にそれが潮流になるとは考えていない。

片や、3月のユーロ相場は続伸した。基本的にはユーロ圏経済を評価した結果ではなく、トランプ政権の関税政策を背景とする米国経済への懸念が米金利を押し下げ、ドルが売られる中での「敵失のユーロ高」と言える側面は大きそうだ。しかし、ユーロ圏の経済・金融情勢に改善の兆候が見られ始めているのも事実であり、例えば与信関連の計数は明確な改善が見られている。ラガルド ECB 総裁も域内経済の底打ちに言及しており、3月政策理事会では利下げ路線の停止が示唆されている。盤石とは言えないものの、域内経済が最悪期を脱しているとみられる中、本欄でメインシナリオとしてきたパリティ割れの常態化は現時点で難しそうだ。もっとも、トランプ関税を受けた不透明感から米金利が上昇ではなく低下している状況に関し、筆者は必ずしも持続的な動きだとは考えていない。少なくとも予測期間中は米金利を高止まりさせてしまう一因としてトランプ関税を評価すると、予測期間後半には米金利が再び上昇し、「敵失のユーロ高」はある程度は巻き戻されるのではないかと。予想レンジの上方修正は必要と考えられるものの、ユーロ続伸シナリオへの修正までは現段階で考えていない。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1～3月(実績)	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	146.55 ～ 158.88 (149.30)	146 ～ 154 (153)	149 ～ 156 (154)	151 ～ 158 (155)	151 ～ 158 (156)	150 ～ 157 (153)
ユーロ/ドル	1.0125 ～ 1.0955 (1.0841)	1.05 ～ 1.10 (1.07)	1.05 ～ 1.10 (1.08)	1.04 ～ 1.08 (1.06)	1.04 ～ 1.08 (1.06)	1.04 ～ 1.08 (1.05)
ユーロ/円	155.63 ～ 164.52 (161.86)	159 ～ 167 (164)	160 ～ 170 (166)	158 ～ 168 (164)	158 ～ 168 (165)	155 ～ 165 (161)

(注) 1. 実績の欄は3月31日までで、カッコ内3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～円ロングはどこへ向かっているのか～

《日銀金融政策の現状と展望～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～》

トランプ関税で利上げ見送り

3月18～19日に開催された日銀金融政策決定会合は金融政策の現状維持を決定した。政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標は0.5%に据え置かれている。公表文が午前11時半前に配信されていることから極めて短い議論の上で決定された実情が推測される。タカ派的な情報発信を重ねていた田村審議委員や高田審議委員も賛成票を投じており、全会一致の決定であった。1月利上げの影響を見極めたいという大義は元より、トランプ政権の挙動に伴う不透明感ゆえに動けなかったという部分が大きいだろう。今回、唯一の変更点として対外公表文におけるリスク要因の部分に関し「海外の経済・物価動向」が「各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向」と修正されている。この点は植田総裁会見で「米国の関税政策が及ぶ範囲や決定のスピードが急速に広がったり上がったりしていると感じる。4月にならないとわからない。不確定なところが非常に大きい」と述べ、今回の決定の背景に「トランプ政権にまつわる不透明感」が配慮されたことを隠していない。この点は昨年来、利上げ見送りの理由として用いられてきた経緯もあり、4月以降の政策運営もその帰趨が決定打になりそうだ。

「利上げの敵」ではない世論

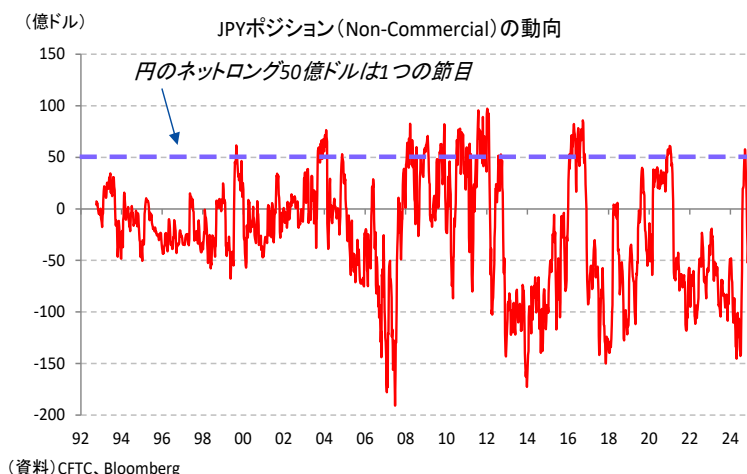
次回利上げ時期は現時点で6月17日会合が市場予想の中心となっている。ひとえに7月31日会合では与党が参院選敗北を喫しそうな後であり、政局混乱の最中で利上げに動きにくいとの読みが大きいそうだ。選挙後の政権枠組みが変容してくる可能性も否めない状況下、7月以降の利上げに賭けるのは確かに得策ではないだろう。しかし、逆に選挙直前の6月会合で利上げする難易度は高くないのか。政治的ハードルという意味では6月や7月も大して変わらないという考え方もあるかもしれない。事実、1998年の新日銀法施行以降、選挙直前の会合で利上げが行われた前例はない。

しかし、そうした見方は「慢性的な円高」に悩んでいた過去のものである。現在の日本社会では「利上げによる円安抑止」は世論にとってポジティブに働きやすい。今年1月24日の利上げ直後に実施された日本経済新聞社とテレビ東京の定例世論調査（1月24～26日）では追加利上げを「評価」とするとの回答が54%と過半を占めた。かつてであれば考えられない回答比率である。利上げによる各種返済負担よりも、それによる円安抑止を期待するマインドの方が根強く、もはや世論は「利上げの敵」ではない。この辺りは筆者が業務上で接する永田町・霞が関の政策担当者と話していても強く感じる事実である。

もっとも、そうした国内事情は追加利上げの背中を押す決定打にはなるまい。あくまで次回利上げの可否は「トランプ政権にまつわる不透明感」に依存しており、その終息こそ追加利上げの必要条件となる。2～3月のような政治・経済情勢が続く、金融資本市場が不安定な状況が続くのであれば、利上げ路線がそのままお蔵入りする可能性もないわけではないだろう。日銀会合直後に開催されたFOMCでもパウエルFRB議長が「経済の動向がより明確になるまで待つのが適切」と述べ現状維持を選択しているが（FOMCについては後述する）、今や世界の金融政策はトランプ政権にまつわる予測不可能性がある限り、動けない状況にある。日銀の6月利上げが実現するとしても、それはトランプ関税を受けた金融資本市場の混乱が終息していることが必須条件になる。

「史上最大の円ロング」、2つの先行き

なお、今回の日銀会合にまつわる大きな注目点としては、利上げの有無のほか、「現状維持の場合、史上最大の円ロングが巻き戻されるのではないか」との懸念もあった。会合 1 週間前となる 3 月 11 日時点で IMM 通貨先物取引における対ドルでの円ポジションは+113.3 億ドルと史上最大であったため、この巻き戻しに伴う円安リスクが為替市場では大きな注目を集めていた(図)。結果的に植田総裁の会見では「経済・物価の見通



しが実現していけば引き続き政策金利を引き上げる」と述べられ、利上げへの意欲が強調されたため、現状維持による円の売戻しが起きることはなかった。しかし、偏った投機ポジションが残されている以上、相場の急変動(≒円安)と背中合わせの神経質な地合いは何も変わっていない。

FRBの利下げ見通しが決して盤石ではない中、「史上最大の円ロング」は引き続き日銀利上げの持続性に賭けたギャンブルであることは間違いない。ネガティブキャリーを背負っても為替変動(円高・ドル安)で打ち消せるとの勝算があるからこそ、このポジションが保持されているのである。しかし、上述してきたように、利上げ路線の持続可能性は結局、トランプ政権の挙動に依存している。では、トランプ政権の挙動はどこかで落ち着くのだろうか。今後考えられるドル/円相場のシナリオは2つある。

1つは2026年秋の中間選挙を前に追加関税を筆頭とする金融資本市場を無為に混乱させるような方策は一旦棚上げにされるというシナリオだ。中間選挙の1年前に相当する今秋以降、米国民に負担を強いるような経済政策は温存するというトランプ政権の判断は十分想定される。だとすれば、金融市場に蔓延している不透明感は薄れ、日銀利上げのハードルは下がることになる。しかし、米国経済への下押し圧力緩和は米金利の押し上げにも繋がる。ゆえに、このシナリオはあくまで円金利の上昇によってのみ日米金利差が縮小することを期待するものである。

もう1つは、このままトランプ政権の不安定な挙動が続くというシナリオだ。政権発足前から、追加関税や防衛費増額はあくまで米国にとって有利な取引を引き出すための「単なるディールのカード」であり、本気ではないという解説が多かった。しかし、少なくとも防衛費問題は既に欧州の再軍備を招いているし、恐らく日本の防衛費増額も「頑張っているが不十分」という流れに持ち込まれそうな雰囲気がある。関税政策についても、就任演説で謳っていたようにあくまで「米国への製造業回帰」がトランプ大統領の本心だとすれば、政策転換は望めず、現状のような雰囲気は大きく変わらない可能性もある。そうすると米国経済への懸念が米金利を抑制し、日銀も利上げが難しいという環境になる。ゆえに、このシナリオはあくまで米金利の低下によってのみ日米金利差が縮小することを期待するものである。

後者のシナリオはさらなる危うさを孕んでいる。3月FOMCのスタッフ経済見通し(SEP)改定で示唆されたように、米国経済は「成長率は下がるが、インフレ率は高止まり」というスタグフレーションの疑義が強まっている。パウエル議長はこれを一時的(transitory)な現象と述べるが、同じフレーズはパンデミック後に繰り返され、利上げはビハインドザカーブに陥った経緯がある。「トランプ政権の不安定

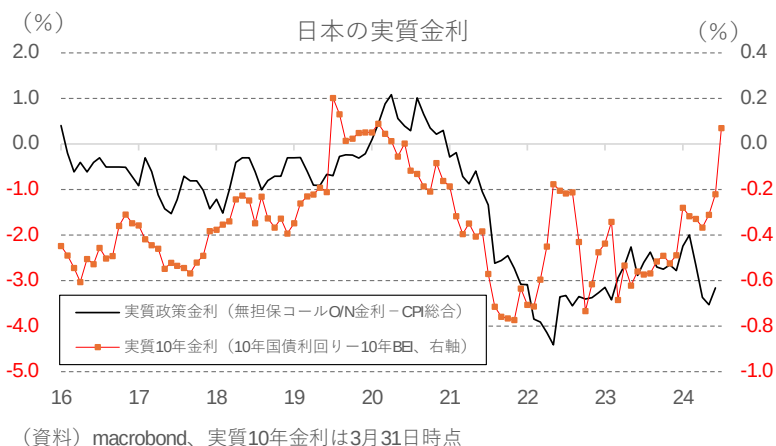
な挙動が続く」というシナリオの場合、円金利は上がらないが、米金利は高止まりという可能性もある。
この場合、日米金利差は縮小しないどころか拡大すらあり得る。この可能性は相応に高い。

円安も金利上昇もそれなりに続く

このように考えると、トランプ政権の挙動がどのように転ぶにしても、米金利低下と円金利上昇が同時発生する可能性は低い。むしろ逆に金利差が拡大する展開に構えるべき状況と言える。この点、昨夏は米金利低下と円金利上昇の同時発生が見込まれていたため、ドル/円相場は一時 140 円割れまで急落したが、現在はそのような政治・経済環境にはない。もちろん、植田総裁が「現在の実質金利が極めて低い」と強調したように、

日本の実質金利が極めて低いことは事実である（図）。GDP 成長率の名実乖離がこれほど問題視されている中、実質ゼロ金利が放置されていること自体が異常との指摘は首肯せざるを得ない。「海外環境はどうあれ日本に必要なことは利上げ」という姿勢も十分あり得るだろう。

しかし、今や少数与党になりさがった現政権の下で日銀が利上げを続けるにも限界はある。上述のように円安抑止という大義を背景として日本社会の利上げに対するアレルギーは小さくなっているものの、家計負担が累積してくればどこかで機運は変わる。何より、ピークアウトしたと言ってもドル/円相場は依然 140 円台である。この水準が続く限り、「利上げしても円安は抑止されないではないか」という不満が噴出してくる可能性はあり、利上げよりも為替介入を要求するような世論も盛り上がりかねない。結果的に、実質金利はプラス転化まで持ち込めず、円安も金利上昇もそれなりに続く、という展開が今後待ち受けている可能性は否めない。



《米金融政策の現状と展望～追加関税はインフレか、デフレか～》

greater clarity を目指して動かず

3月18～19日に開催されたFOMCは市場予想通り、FF金利誘導目標を4.25～4.50%に据え置いた。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）の中央値は2025～2027年の各年末について「3.9%→+3.4%→+3.1%」と前回（12月）から横ばいだった（図）。中立金利と見

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

FOMC Date	2025	2026	2027	Longer run
Dec-23	3.625%	2.875%	—	2.500%
Mar-24	3.875%	3.125%	—	2.5625%
Jun-24	4.125%	3.125%	—	2.7500%
Sep-24	3.375%	2.875%	2.875%	2.8750%
Dec-24	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%
Mar-25	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%

（資料）FRB

なされる longer run の中央値が 3.00%ゆえ、2027 年末にはこの水準に到達することを意味する。いずれにせよ、年内 2 回利下げを示唆する状況から変わっておらず、この点で金融市場の反応は限定的なも

のにとどまっている。パウエル議長は会見で「事態がより明確になる（**greater clarity**）まで待つ。その意味で **FRB** は良い立ち位置（**well positioned**）にある」と述べ、政策変更に関し「急いでいない」と従前の発言を重ねた。直前に行われた日銀会合における植田日銀総裁同様、トランプ政権の政策運営に伴って不確実性が「異常なほど高まっている」と指摘しており、それゆえに「待ちが得策」との姿勢である。結局、日米中銀会合はトランプ政権次第という材料を用いて現在の決断を保留し、今後の動静を注視するというカードを切った構図である。

強いて言えば、今回は毎月の保有債券のネット償還額の上限（保有残高の最大減少額）を米国債に関して「**250 億ドル→50 億ドル**」に引下げる一方、住宅ローン担保証券（**MBS**）などについては **350 億ドル** に据え置くことも決定している。パウエル議長はこの変更によって金融政策のスタンスや **FRB** の中長期的な資産規模が影響されることはない」と説明しているが、金融市場の今回会合に対する評価はややハト派的な評価とならざるを得ないだろう。

スタグフレーション的修正の読み方

ドットチャートよりも大きな注目集めたのはスタッフ経済見通し（**SEP**）の改定だった（図）。**2025～27 年**の実質 **GDP** 成長率見通しに関し、「**+1.7%→+1.8%→+1.8%**」と、前回（12 月）からそれぞれ **▲0.4%ポイント**、**▲0.2%ポイント**、**▲0.1%ポイント** 下方修正されている。ちなみに今回の **SEP** では長期成長率が **+1.8%** で設定されているため、予測期間中の米国経済はほぼ巡航速度で走り続けるという

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2025年3月時点

	2025	2026	2027	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	1.7 (2.1)	1.8 (2.0)	1.8 (1.9)	1.8 (1.8)
失業率 (12月時点)	4.4 (4.3)	4.3 (4.3)	4.2 (4.2)	4.2 (4.2)
PCEインフレ率 (12月時点)	2.7 (2.5)	2.2 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	2.8 (2.5)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	

(資料)FRB

う想定になる。片や、コアベースの個人消費支出デフレーター（以下、コア **PCE**）は **2025～27 年**の見通しに関して「**+2.8%→+2.2%→+2.0%**」と、前回対比で **2025 年**に限って**+0.3%ポイント**上方修正されている。まとめると「成長率は大幅に引き下げ、インフレ率は高止まり」の修正であり、必然的にスタグフレーションというフレーズは取りざたされやすくなる。**SEP** で提示される **FOMC** メンバーによる不確実性評価「**Diffusion indexes of participants' uncertainty assessments**」は **GDP**、雇用、物価の全てで警戒感の高まりが確認できる。「スタグフレーション的な雰囲気が強いものの、不確実性が大きいため、今は確信がないため動けず」というのが **FRB** の基本認識になる。

関税政策はインフレか、デフレか

金融政策の「次の一手」を読む上では関税政策が示唆するところをどのように解釈するかが重要になる。この点、パウエル議長はトランプ政権の関税政策に関し、「一時的なインフレ要因になる」ことを認め、インフレ抑制の試みが「年内鈍る可能性がある」と述べている。少なくとも短期的には関税政策はインフレ的であり、それゆえに現時点の利下げ決断は難しいという解釈になる。

もっとも、関税政策は短期的にはインフレ誘発的、中長期的にはデフレ誘発的であり、時間軸の置き方でその評価が変わる。金融政策はフォワードルッキングに動かなければならないのだから、中長期的な

目線に立った上で利下げに邁進すべきというのが正論になる。この点は、3月19日、トランプ大統領がSNSで「米国の関税が経済に影響し始める中、FRBは金利を引き下げた方がはるかに良い。正しいことを行え」と述べていたことと整合的だ。

とはいえ、問題はそのトランプ大統領本人の言動がそもそも信用できないということだ。関税政策が「短期的にはインフレ誘発的、中長期的にはデフレ誘発的」という事実など、FRBにおいて分かり切った話であり、関税政策が現在報道されている通りに執行される確信があるならば、FRBはフォワードルッキングに利下げを決断した方が良い。しかし、朝令暮改はトランプ政権の常でもある。どの国の、どういった財・サービスに、どの程度の関税が賦課されるのかが明らかになっていない以上、中銀が取れる選択肢は様子見以外にあり得ない。現に、4月2日発表と言われる相互関税に関し、ベッセント米財務長官は「一部の国にとっては非常に低いかもしれないし、非常に高いかもしれない」とはっきりしない説明を繰り返しており、各国には「関税の壁」を回避するための交渉の機会が与えられるとも述べている。

要するに、4月2日にならなければ何も判明しないし、判明しても、交渉次第で可変的という情勢である。よって、次回会合以降も不透明感を理由とした現状維持は続く公算が大きいと言わざるを得ない。

「関税政策はデフレ誘発的だからフォワードルッキングに利下げすべき」というのはこれらの流動的な情勢を取って固定化した目線で評価し、政策調整を決め打ちするという判断になる。しかし、仮にトランプ大統領が2026年秋の中間選挙を念頭に置き、自国民への負担が増えることを懸念した場合、関税政策が形骸化する展開もないわけではない。その際に利下げしていれば単に高止まりしたインフレを焚きつけるだけに終わる恐れもある。現状、パウエル議長は「一時的なインフレ上昇に利上げで対応すれば、政策効果のラグもあって経済や雇用に不必要な負荷をもたらす」と述べているため、少なくとも「追加関税に応じた利上げ」に飛びつく雰囲気はない。しかし、追加関税の程度が分からない以上、「追加関税に応じた利下げ」についても及び腰にならざるを得ないのである。「フォワードルッキングな利下げ」はトランプ政権において「言うは易く行うは難し」であり、次会合以降も「不透明なので現状維持」の選択肢が続く可能性はある。それは市場にとっては「利下げはできない」とのメッセージでもあり、含意としては米金利とドルが高止まりするシナリオを提供するものと考えられる。

《トランプ政策と為替への影響～2025年、円の「押し目」はこないのか？～》

「勝者無き関税政策」の始まり

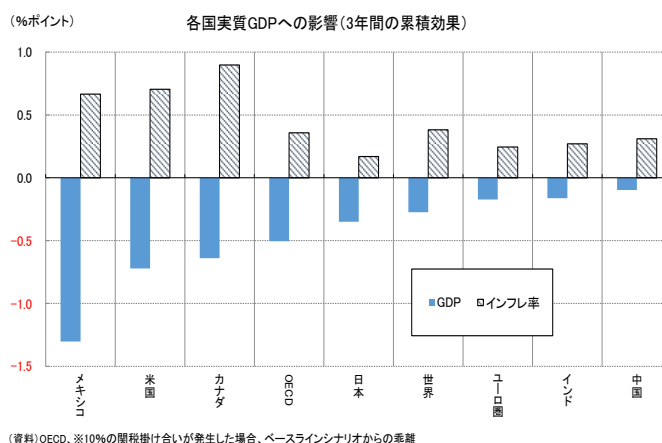
3月は関税政策について大きな動きがあった。3月26日、トランプ大統領は日本を含むすべての国から輸入する自動車に25%の関税を課すことを命じる大統領令に署名している。2.5%の関税に対する上乘せ措置とされているため、現行の11倍に相当する27.5%が自動車に賦課されることになる。24日時点でトランプ大統領は「数日中に自動車や自動車に関連するものを、将来的には木材や半導体関連の追加関税を発表する予定」とアナウンスしており、今回はさしずめ「トランプ関税第一弾」といった印象を受ける。自動車関税の発効は4月2日とされるが、その影響を経済指標で確認して、評価が固まってくるのは1～2四半期後になるのではないかと。トランプ大統領はこの措置は恒久的なものであり、「例外措置について交渉することに興味はない」と断言している。つまり、ディールのためのカードではないという宣言である。「次の4年間で米国を製造業の超大国にする」という就任演説が本心ならば、米国国内における生産や雇用を押し上げるために今後もこのような方策が連続的に打ち出されてくるだろう。

もっとも、国内外の自動車メーカーは、関税引き上げが生産コストの増加や販売価格の上昇に繋がる結

果、最終的には販売減少に至るとの懸念を抱いており、恐らくその認識は正しい。米国において輸入車が支持を得ている理由は価格ではなく、単に製品自体の競争力の問題というのが一般的理解であるため、真っ当に考えれば、今回の措置は「勝者無き関税政策」になる可能性は高い。

OECD 想定を上回る下押し圧力

ちなみに関税政策の影響がインフレ的なのか、デフレ的なのかという点については 3 月 17 日に公表された OECD の世界経済見通しが参考になる。OECD は今後の世界が 10% 関税の掛け合いに至った場合、各国 GDP およびインフレ率にどれほどの影響があるのかという試算も行っており、その結果が右図だ。一瞥して分かるように「インフレは上振れ、成長率は下振れ」であり、スタグフレーションの様相が強まるとの示唆である。なお、本稿執筆時点で判明している関税



状況は中国に対して 20% の一律関税、メキシコとカナダに対して 25% の一律関税、すべての国に対して鉄鋼・アルミおよび自動車に 25% の関税である。つまり、「10%」はもはや穏当な想定であり、OECD 試算で示されたよりも遥かに大きな下押し圧力を想定すべき事態に至っている。とりわけ日本にとって自動車は文字通り本丸であり、対米輸出の 3 割がここに由来する。今までの 11 倍の関税が賦課される結果、対米輸出の収益性は削がれるため、採算が合わない車種などでは対米輸出の抑制・停止などが検討される可能性はあるだろう。当然、日本経済のハードデータ（生産や雇用等）に直結する話である。

2026 年以降の日銀利上げに暗雲

今回の決定に関し、本当に交渉の余地がないのか。現在入手可能な情報に基づく限り、再交渉は困難と見受けられるが、朝令暮改が珍しくないトランプ政権だけに事態は流動的と見ておくべきなのだろう。現時点で言える確かな事実は、日銀の政策運営が一段と窮屈になったということである。本当に自動車関税が恒久措置であるとすれば、日本経済にとってはこの上ない下押し圧力であり、追加利上げを踏みとどまらせる材料として十分である。長い目で見れば米国経済のみならず、日本経済にとってもデフレ誘発的な材料と考えて差し支えない。

しかし、上で紹介した OECD 試算でも示唆されている通り、トランプ政権の関税政策は当面のインフレを押し上げる材料である。関税政策は「短期ではインフレ誘発的、長期ではデフレ誘発的」と効果に二面性があることを留意すべきなのである。今や欧米を凌ぐ消費者物価指数（CPI）の伸びに直面している日本経済の現状を踏まえれば、「半年に 1 度程度の利上げペースに影響はない」と考えるのがメインシナリオになる。しかし、今年後半から 2026 年にかけて、自動車関税の影響が特に日米経済のハードデータを毀損する姿が可視化されてきた場合、日銀は利上げ路線を続けられるのか。2026 年以降の日銀の利上げ路線に赤信号が灯っているとまでは言えないが、黄信号に直面している程度の印象は持ちたい。2026 年以降の円相場見通しを本格的に検討する際、「関税効果の顕現化」は避けて通れぬテーマとなる。

25 年 4～6 月期の「押し目」にリスク

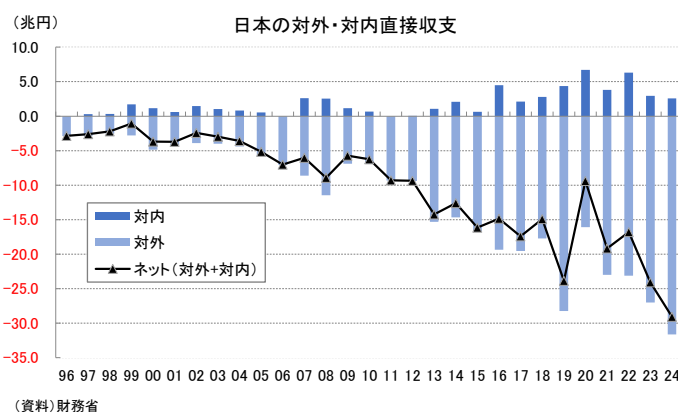
もちろん、トランプ政権とて、他国はともかく、米国民からの不満が大きそうな政策を持続できる可能性が高いとは思えないため、現在アナウンスされている関税政策が一部撤収される期待はある。その意味で 2026 年以降の話を実時点ですべて詰めても詮無き事であろう。現状、関税政策それ自体が短期的に有するインフレ効果と現行の日銀利上げ路線は整合的であるため、2025 年に限って言えば、円金利面から円相場見通しに大きな修正が必要な状況ではないという点が重要である。

一方、OECD 試算が示す通り、輸入関税を支払う当事国である米国は短期的に大きなインフレ圧力に見舞われるため、FRB の利下げは思ったよりも進まないだろう。結果、米金利が高止まりすることからドル/円相場が支えられる公算は大きくなる。この点は追加関税のマイナス効果が円安により程度相殺されるという点で日本の自動車企業にとっては不幸中の幸いと言える。この点は 2025 年 4～6 月期にドル/円相場の大きな押し目を期待してきた本欄にとってリスク要因と考えられる。

《円相場の需給環境について～過去最大だった対外直接投資の意味～》

直接投資、過去最大の純流出

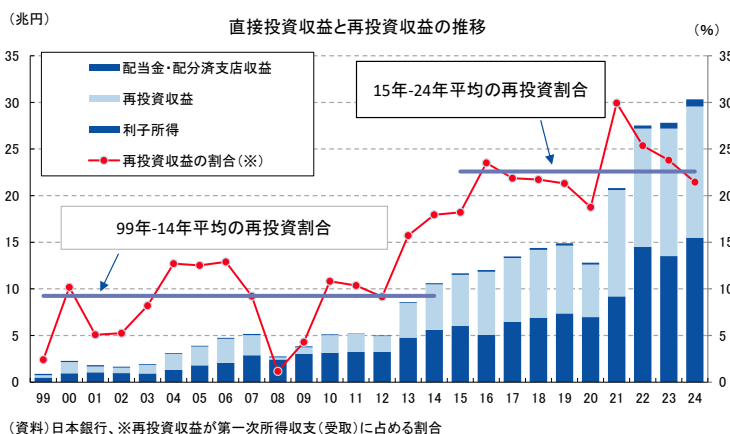
国際収支統計に関し 2024 年通年の数字が出揃う中、前月の本欄ではデジタル赤字を中心とするサービス収支赤字の拡張可能性について長期予測を行った。この際、2024 年の第一次所得収支黒字が過去最大の+40 兆円台に達したことで経常収支が過去最大となる約+29 兆円の黒字を記録したことなどは当然確認した。しかし、金融収支において重要な動きがあったことについては触れなかったもので、確認しておきたい。特に目を引いたのが直接投資だ。大きく報道されていないが、2024 年、日本から海外への対外直接投資は累計▲31 兆 6325 億円と過去最大を記録している。一方、政府・与党が旗振りを行う海外から日本への対内直接投資は累計+2 兆 5648 億円にとどまっている。結果、ネット直接投資（対内－対外）の資金フローは▲29 兆 677 億円と過去最大の純流出となっている。直接投資にかかる資金フローが基本的にアウトライト（売り切り・買い切り）の性格が強そうなことを思えば、これらが円安圧力になっていた可能性は否めない。



厚くなる日本の「仮面」

統計上、対外直接投資を通じた本邦企業部門による海外収益の結果が第一次所得収支黒字になる。ネットで見ると対外直接投資が圧倒的に大きな状況が続けば、第一次所得収支主導で巨大な経常収支黒字が「会計上は」確保されるという現状が今後も続くことになる。いや、「続く」というよりも「強化される」ことになると言った方が正確だろう。「会計上は黒字でもキャッシュフロー（CF）上は赤字」という仮面の黒字国の「仮面」がより分厚くなるイメージである。図に示すように、第一次所得収支の受取に着目した場合、再投資収益の割合は 2024 年で約 22%、2015 年から 2024 年の過去 10 年平均で約 23%である。

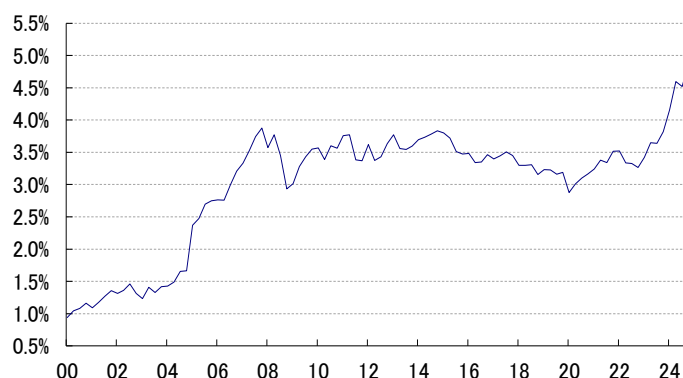
1999 年から 2013 年までの平均（約 9%）と比較すれば倍になったイメージだ。日本経済が海外投資で稼いだ収益のうち、国内に還流させずに内部留保として処理する割合は跳ね上がっており、それが「統計上の経常収支」と「CF ベース経常収支」の差額、言い換えれば「仮面」の厚みに繋がっている。3 年以上にわたる円安局面を経て、円安によるコストメリットが生じていることに加え、そもそも人手不足が極まる中で企業部門における労働分配への配慮も確実に高まっており、人件費も含めた国内投資の重要性は今後高まることはあっても弱まることは考えにくい。しかし、その動きはまだ国際収支統計上で海外から日本への資金流入を確認するほど大きな潮流には至っていない。



外貨建て資産は過去最高比率に

3 月 21 日、日銀が発表した 2024 年 10～12 月期の資金循環統計(速報)によると、24 年 12 月末時点の家計の金融資産残高は 2230.3 兆円と過去最高を記録した。今回特筆されたのは外貨性資産の膨らみであり、前期の 98.6 兆円から+10%以上増加し、今期は 108.8 兆円と残高として過去最高を更新している。ドル/円相場は 9 月末の 143 円付近から 12 月末の 157 円付近まで+10%弱上昇しているため、円安効果を多分に反映した動きと推測される。家計金融資産に

家計金融資産における外貨性資産保有比率



占める比率で見ても前期の 4.5%から今期は 4.9%と+0.4%ポイントも上昇しており、これも過去最高である(図)。ちなみに四半世紀前となる 1999 年 12 月末時点で外貨性資産は 12.5 兆円、全体に占める比率はわずか 0.9%だったので、残高にして 9 倍弱、比率にして 5 倍以上に膨らんだことになる。では、そ

本邦家計部門の金融資産構成(2024年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,230.3	100.0
外貨性	108.8	4.9
外貨預金	7.4	0.3
対外証券投資	39.4	1.8
投資信託	62.1	2.8
円貨性	2,121.5	95.1
現預金(外貨預金を除く)	1,126.9	50.5
国債等	31.8	1.4
株式・出資金	298.1	13.4
投資信託(外貨部分を除く)	79.5	3.6
保険・年金準備金	544.4	24.4
預け金など	40.7	1.8

本邦家計部門の金融資産構成(1999年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.6	100.0
外貨性	12.5	0.9
外貨預金	2.9	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	4.9	0.3
円貨性	1,389.2	99.1
現預金(外貨預金を除く)	748.1	53.4
国債等	51.6	3.7
株式・出資金	138.1	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	50.7	3.6
保険・年金準備金	365.5	26.1
預け金など	35.2	2.5

1999年12月末から2024年12月末にかけての変化

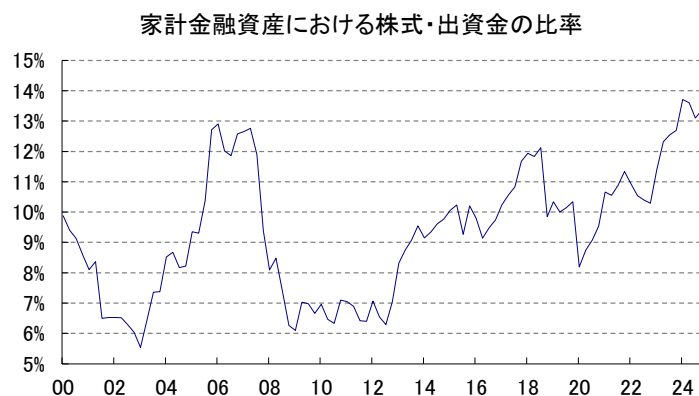
	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	828.7	
外貨性	96.4	4.0
外貨預金	4.4	0.1
対外証券投資	34.7	1.4
投資信託	57.2	2.4
円貨性	732.3	▲ 4.0
現預金(外貨預金を除く)	378.8	▲ 2.8
国債等	▲ 19.7	▲ 2.3
株式・出資金	160.0	3.5
投資信託(外貨部分を除く)	28.8	▲ 0.1
保険・年金準備金	178.9	▲ 1.7
預け金など	5.5	▲ 0.7

(資料) 日本銀行「資金循環統計」から試算。

の代わりに家計金融資産において残高および比率を落としたのは何か。最も目立つのは円の現預金であり、残高こそ 748.1 兆円から 1126.9 兆円へ増加しているものの、全体に占める比率は 53.4% から 50.5% へ 3% ポイント弱も低下している。次に比率を落としているのが国債等で残高では 51.6 兆円から 31.8 兆円へ減少し、全体に占める比率でも 3.7% から 1.4% へ半減以下である（前頁表）。

通貨安インフレに適應する家計マネー

ちなみに円貨性資産の全てが比率を落としているわけではなく、株式・出資金は残高で 138.1 兆円から 298.1 兆円へ倍以上に膨らみ、全体に占める比率も 9.9% から 13.4% へ +3.5% ポイントも際立った上昇を記録している。過去四半世紀において円貨性資産で比率が伸びたのは株式・出資金だけだ（図）。また、過去の本欄でも議論したが、四半世紀前と比べて ▲1.7% ポイントも比率が落ちているとはい



え、全体の 24.4% と約 4 分の 1 を占めている保険・年金準備金には外貨建て生命保険などの形態で小さい割合が外貨で保有されている疑いがある。仮に、その 5% 部分（約 27 兆円相当）だけでも外貨だとすれば、外貨性資産の割合は優に +1% ポイント以上押し上げられるし、10% 部分と想定すれば +2% ポイント以上押し上げられる。精緻な試算が困難であるものの、家計金融資産における外貨性資産割合は既に 10% 近くのにのぼっている可能性も考えた方が良いかもしれない。

以上の事実を総括すると過去四半世紀で家計の金融資産は「外貨と株式を増やす一方、現預金や国債の保有を減らす」というリバランスが行われており、これはまさに自国通貨安で発生するインフレに適應した投資行動と言える。デフレと通貨高に悩む時代は円の現預金に、インフレと通貨安に悩む時代は外貨を含むリスク性資産に運用をシフトしていると考えれば、資産運用立国政策が奏功している部分があるにせよ、家計部門は総じて合理的な資産選択をしてきたようにも感じる。

政府目標達成に向けて順調そのもの

今回の資金循環統計が発表される 2 日前（3 月 19 日）には日本証券業協会から NISA を利用した株式や投資信託などの買い付け額が少なくとも 56 兆 5000 億円に達したとの発表があった。これは日証協が、2024 年末時点の全金融機関における累計買い付け額 52 兆 7000 億円に、証券会社 10 社における今年 1 ～ 2 月の買い付け額 3 兆 8000 億円を足して推定した数字である。元々の政府目標を振り返っておくと、2022 年 11 月、岸田政権の下で政府・与党は「新しい資本主義実現会議」において「資産所得倍增プラン」を決定した上で 2 つの目標を掲げていた。1 つは「投資経験者の倍增を目指し、NISA 総口座数（一般・つみたて）を 5 年間で倍增（2022 年 6 月現在の 1700 万口座から 3400 口座へ）すること」、もう 1 つは「家計による投資の倍增を目指し、NISA 買付額を 5 年間で倍增（2022 年 6 月現在の 28 兆円から 56 兆円へ）すること」であった。後者の目標についてはわずか 1 年余りで実現したことになる。

前者の目標に関しては、金融庁が集計した全金融機関ベースの値は昨年末時点で 2560 万 4058 口座に

とどまっており、買い付け額ほどは伸びていない。しかし、悲観するような状況ではない。2023 年 12 月末時点が 2124 万 7420 口座だったので、1 年で 435 万 6638 口座が増えたことになる。政府目標である「5 年で 1700 万口座増加」は均せば年 340 万口座の増勢を前提としているため、2024 年の増加幅は政府目標を実現するという意味では十分なペースである。歴史的な円安局面が追い風となって運用残高が先行して増えたことは納得できる動きと言える。

若年世代が意識する「貯蓄から逃避」

年代別データで見ると、若年世代における運用意欲の高まりは顕著だ。現時点では 2024 年の年代別データは未公表だが、NISA がスタートした 2014 年 3 月末時点で口座数は半分以上が 60 代以上に集中していた（図）。しかし、2024 年 9 月末時点では 60 代以上で 30%程度にとどまっている。一方、同じ期間で 20 代および 30 代は 10%程度から 30%近くまで急伸している。シェアトップもかつて

年齢別NISA口座数の比較

	2014年3月末	シェア	2024年9月末	シェア
総数	650万3951口座	100.0%	2508万6221口座	100.0%
10歳代			12万8936口座	0.5%
20歳代	20万9144口座	3.2%	287万8530口座	11.5%
30歳代	50万1895口座	7.7%	439万1484口座	17.5%
40歳代	82万3581口座	12.7%	482万6897口座	19.2%
50歳代	107万8784口座	16.6%	481万0864口座	19.2%
60歳代	187万4228口座	28.8%	369万1248口座	14.7%
70歳代	149万0993口座	22.9%	285万8589口座	11.4%
80歳代以上	52万5326口座	8.1%	149万9673口座	6.0%

（資料）金融庁より筆者作成

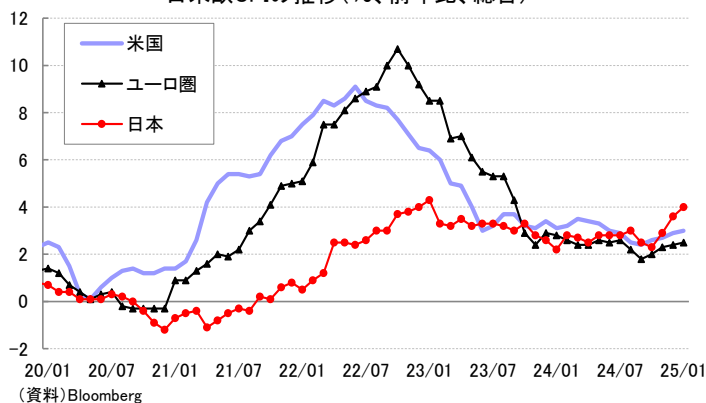
の 60 代および 70 代から 40 代および 50 代にシフトしており、資産運用への関心は明らかに現役世代へ浸透し始めている。近年の機運を踏まえれば、現役世代の中でも特に 20 代や 30 代の若年世代は「慢性的な円高に悩む日本経済」という経験を持ち合わせておらず、「円安インフレに苦しむ日本経済」という実感を強めているはずだ。その実感が米国株を中心とする海外資産への投資意欲に繋がり、今次円安局面に寄与している部分是否定できない。それは「貯蓄から投資」への進展であると同時に、「円建て資産のままだでは不味い」という防衛意識に根差した「貯蓄から逃避」でもある。今後の日本経済を担う世代ほど、日本に期待をしていないという国民意識を浮き彫りにするデータとしても資産運用関連のデータは興味深い内容を含んでいるように思える。

《メインシナリオへのリスク点検～日本は衰退国と認識すべきか～》

開戦 3 年の相場から何を読むか

2025 年 2 月 24 日でロシア・ウクライナ戦争開戦から丸 3 年という節目を迎えた。この 3 年間の日本の経済・金融情勢を振り返れば「日銀の利上げ遅延や資源価格の騰勢を背景として金利・需給両面から円売りが強まり、多大なインフレ圧力の輸入が行われ、実質ベースでの成長が滞った」と総括できるだろう。なお、日本にとってロシア・ウクライナ戦争の開戦は今次円安局面の号砲でもあった。開戦直後、地政学リスクを背景とする

(%, 前年比) 日米欧CPIの推移(%, 前年比、総合)



供給制約への懸念から資源価格が騰勢を強め、欧米の消費者物価指数（CPI）は+7～+8%という高い伸びが常態化していた（前頁図）。この頃を境として日本のCPIも+2%台が定着し、グローバルインフレの波は到達しつつあったが、当時の黒田体制の日銀では指値オペを駆使しつつ金融緩和路線の堅持が繰り返し謳われた。その際、黒田前総裁が繰り返した「円安は日本経済全体にとってプラス」というフレーズが必要以上に日米金利差の拡大を招き、円売り・ドル買いの追い風となった側面は否めない。後述するように、それと時を同じくして起きていた需給構造の変化こそ本質的に重要だと筆者は考える立場だが、当時、世界的に見て異質な中央銀行として日銀が悪目立ちしていたことはある程度間違いないだろう。

過去3年間の金利・為替・株式の動向をレビューすると、円安を駆動したのが必ずしも金利差ではなかったとの思いがやはり抱かれる（図）。確かに、開戦から1年間（2022年2月24日→2023年2月24日）に関して言えば、日米2年金利差は3倍以上に、10年金利差でも倍以上に拡大している。これが+20%弱というドル/円相場の急騰に大きく寄与したと考えるのは自然だろう。しかし、問題はその後だ。2023年以降もドル/円相場は続伸し、今でも大きく修正されることなく高止まりしている。例えば、次の1年間（2023年2月24日→2024年2月23日、※2月24日は土曜日ゆえ23日）に関して言えば、2年金利差は若干縮小し、10年金利差は横ばいであったにもかかわらず、ドル/円相場は+10%以上も上昇した。さらに、次の1年間（2024年2月23日→2025年2月24日）では2年金利差も10年金利差も顕著に縮小しているが、ドル/円相場は150円近傍で変わっていない。どう考えても多くの市場参加者が通念として語るほど、金利差とドル/円相場の関係は絶対的ではない。少なくとも3年前に円安局面が始まった時、「米国の利下げが始まるまでの辛抱」と殆どの市場参加者は考えていたのではないか。現状、米国の利下げだけではなく日銀の利上げも始まったが、円安は終わっていない。金利差はある程度の方向感を見定めるうえで重要だが、それだけで過去3年間の円相場に起きたことを説明するのは難しい。

ウクライナ開戦からの市況変動

	日米2年金利差	日米10年金利差	ドル/円相場	日経平均株価	NYダウ平均株価	日本の貿易収支 (年次)
2022/2/24	1.56	1.56	115.61	25,970.82	33,223.83	-21.1
2023/2/24	4.80	3.5	136.39	27,453.48	32,816.92	-9.4
2024/2/23	4.52	3.54	150.51	39,098.68	39,131.53	-6.5
2025/2/24	3.30	2.97	149.41	38,776.94	43,461.21	-

(資料) macrobond

3年間ではっきり変わった需給環境

では、何を見るべきなのか。やはりこの3年間で需給構造が大きく変化したのは明らかである。貿易サービス収支は2022年に約▲21.1兆円、2023年に約▲9.4兆円、2024年に約▲6.5兆円と順当に縮小しているが、これらは歴代の赤字額で1位、4位、6位であり、決して小さな規模ではない（図）。ちなみに貿易サービス収支はパンデミック前の5年平均（2015～19年）では約+1兆円の黒字、10年平均（2010～19年）では約▲2.5兆円の赤字であった。日米

日本の貿易サービス赤字ワースト10とドル/円相場

	貿易	サービス	貿易サービス	円の対ドル変化率 (前年比)
2022年	-15.5	-5.6	-21.1	-13.9
2014年	-10.5	-3.0	-13.5	-13.7
2013年	-8.8	-3.5	-12.3	-21.4
2023年	-6.5	-2.9	-9.4	-7.6
2012年	-4.3	-3.8	-8.1	-12.8
2024年	-3.9	-2.6	-6.5	-11.5
2011年	-0.3	-2.8	-3.1	5.2
2015年	-0.9	-1.9	-2.8	-0.4
2021年	1.8	-4.2	-2.5	-11.5
2019年	0.2	-1.1	-0.9	1.0

(資料) 日本銀行、Bloomberg、※取得可能な1985年以降を対象

金利差が縮小しても円安が修正されない背景にこのような需給構造の変化があったというのは筆者の従前からの基本認識である。ちなみに、この間の円安インフレで日本の一般物価は大きく押し上げられており、名目 GDP は 600 兆円超えが騒がれたが、実質 GDP は殆どゼロ成長でもあった。この点、前月の本欄でも詳述しているため割愛するが、円安インフレに伴う海外への所得流出によって、実質ベースで見た国民の所得環境は明確に劣化を強いられているのが 2022 年以降の日本経済の姿である。

株高に透ける日本の危うさ

しかし、周知の通り、円安とインフレが顕著に進み、景気が停滞する中でも日本の株価は急伸している。不動産価格なども同様に急伸したことは読者においても周知の通りだろう。この点は株価や為替、インフレの動きを国際比較することでより明確に見えてくる事実である。3 月に入ってから大きな調整に見舞われているものの、それでも 3 年間という期間で見れば、日本株はかなり大きな幅で上昇を経験したのも事実だ。この状況をどう解釈すべきか。筆者はこうした株高は日本経済の置かれた状況が新興国に近づいている兆候として懸念する立場だ。

パンデミック以降の日本経済では不動産価格や株価が顕著に押し上げられている。例えば日経平均株価は 2022 年 2 月 24 日から 2025 年 2 月 24 日までの 3 年間で日経平均株価は+50%近く上昇した（2 万 5970 円 82 銭→3 万 8776 円 94 銭）。教科書通り、通貨安に焚きつけられたインフレによって名目ベースの資産価格が切り上がっていると考えるのが自然だろう。次頁表を一瞥すれば分かる通り、「自国通貨安で高インフレに陥る国の株価指数は押し上げられる」という状況はトルコやアルゼンチンのような高インフレ・通貨安で悩む新興国に象徴的な現象である。

ここでは、開戦直後となる 2022 年 3 月 1 日から日経平均株価が史上最高値（4 万 2224 円 02 銭）をつけた 2024 年 7 月 11 日までの主要株価指数の上昇率トップ 20 を抽出し、当該国通貨の対ドル変化率および当該国の CPI の期間平均を比較している。株価指数ではトルコと日本の 2 つずつランクインしているため全部で 18 か国、通貨ではユーロ加盟国（モンテネグロは非公式導入国）が 4 か国入っているの計 15 個の通貨が対象となる。この中で G10 に属する国は日本だけだ。OECD 加盟 38 か国まで広げても、日本、デンマーク、ギリシャ、ハンガリー、スロベニアの 5 か国だけである。仮にも G7 の一角で

	世界の主要株価指数(上昇率トップ20)	株価指数	対ドルの自国通貨変化率	国	CPI(※2)
1位	アルゼンチンメルバル指数	1838.93%	-88.3	アルゼンチン	151.9
2位	イスタンブール100種指数	459.64%	-57.7	トルコ	61.9
3位	イスタンブールBIST30指数	441.92%	-57.7	トルコ	61.9
4位	EGX 30 INDEX	150.87%	-67.3	エジプト	21.8
5位	キプロスセネラルマーケット指数	144.97%	-2.3	キプロス(※1)	4.8
6位	Lusaka Stock Exchange AI	124.77%	-30.3	ザンビア	11.1
7位	ナイジェリア全株指数	109.48%	-73.7	ナイジェリア	23.3
8位	ブダペスト証券取指数	84.88%	-6.7	ハンガリー	11.8
9位	カラチ KSE100指数	78.72%	-36.3	パキスタン	22.0
10位	レバノンBLOM指数	69.54%	-98.3	レバノン	171.2
11位	ラオス総合指数	68.37%	-48.4	ラオス	25.2
12位	OMX コペンハーゲン20指数	67.60%	-2.6	デンマーク	4.4
13位	アテネ総合指数	66.87%	-2.3	ギリシャ(※1)	5.4
14位	日経平均株価	57.29%	-28.8	日本	2.7
15位	カザフスタン証券取引所指数	54.64%	2.9	カザフスタン	12.7
16位	TOPIX(東証株価指数)	54.40%	-28.8	日本	2.7
17位	MONEX INDEX	52.69%	-2.3	モンテネグロ(※1)	8.6
18位	ルーマニアBET指数	48.31%	-2.9	ルーマニア	10.1
19位	チリサンティアゴIPSA指数	47.56%	-11.5	チリ	7.5
20位	スロベニア優良株指数	45.10%	-2.3	スロベニア(※1)	6.3

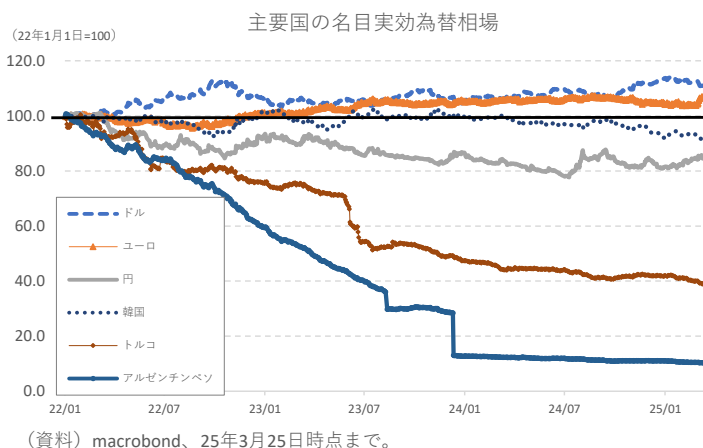
(資料) Bloomberg。株価と通貨の変化率は22年3月1日～24年7月11日。24年7月11日は日経平均株価指数が史上最高値(当時)を更新した日。

※1: ユーロ採用国。モンテネグロは公式な加盟国ではないが、内戦の最中、ドイツ・マルクを一方的に導入した経緯があり、ドイツと同じタイミングで一方的にユーロを導入
※2: 2022-24年平均

ある日本は、かなり珍しい立ち位置にあると言わざるを得ない。少なくとも 2022 年 3 月以降の日経平均株価の上昇率は先進国としては極めて異例であることが分かるだろう。開戦後 3 年で日本の経済・金融情勢の局面は変わったのである。

中進国ないし衰退国

また、表に示したように、対ドルの自国通貨変化率では 15 個中 10 個の通貨が 2 桁下落率を記録している。上位 5 個の指数に関して当該国通貨（トルコリラが重複しているので通貨としては 4 つになる）の対ドル変化率を平均すると約▲49%と顕著な暴落である。上位 10 個の指数に関して当該国通貨（トルコリラが重複しているので通貨としては 9 つになる）の対ドル変化率を計算しても、平均で約▲51%とやはり大きい。片や、同じ



期間の円は約▲29%とさほど遜色がない。繰り返しになるが、仮にも G7 の一角、外貨準備構成通貨としても相応の地位を誇る通貨としては異例な動きである。過去 3 年間の名目実効為替相場（NEER）の推移で比較した場合（図）、円はドルやユーロには大きな差を付けられ、アジア通貨の中ではやはり弱かった韓国ウォンにも劣後する一方、トルコリラやアルゼンチンペソのような立場に至っているわけではない。ちなみに、CPI で言えば、上位 5 個（重複するトルコ抜きなので 4 か国）の指数で約+60%、上位 10 個（重複するトルコ抜きなので 9 か国）で約+53%とやはり顕著に大きい。同じ期間の日本は約+2.7%だが、30 年近くゼロ%が常態だったことを考慮すれば大きな変化である。

以上のような数字は状況証拠でしかないが、ロシア・ウクライナ戦争開戦後の 3 年間で日本経済の悩みが通貨高から通貨安へ、そしてデフレからインフレへある程度不可逆的に変容した可能性は高いだろう。そのような変容は現象として先進国よりも途上国というグループで起きているものに近いことは指摘できる。日本を途上国と形容するのは明らかに行き過ぎである。しかし、先進国と新興国の間の中進国、敢えて方向感を付けるのであれば「先進国から新興国」へ矢印が伸びていることを踏まえて、衰退国という形容はあり得るかもしれない。

起きている現象を直感的に表現するとすれば「先進国の立場から少しずつ下方向へシフトしつつある」というのがしっくりこないだろうか。少なくとも 3 年前に始まった円安相場について「米国が利上げして内外金利差が開いているから」だけで説明を試みようとするのはあまりにも事態を矮小化し過ぎているだろう。大局観の変化を把握する姿勢を持った上で現状と展望を検討していきたいと思う。

◆ ユーロ相場の見通し～ユーロ高の背景をどう解釈すべきか～

《ユーロ圏の金融政策の現状と展望について～拡張財政路線の足音～》

利下げ路線に節目

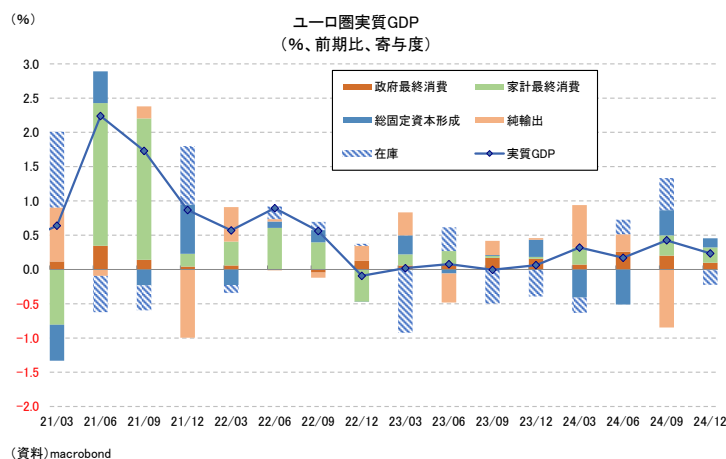
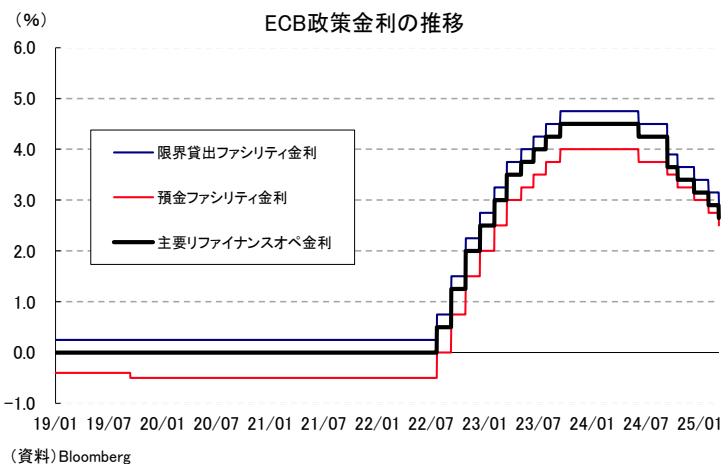
3月6日に開催された ECB 政策理事会は5会合連続で各種政策金利を▲25bp ずつ引き下げることを選定した。市場の注目する預金ファシリティ金利は 2.50%まで引き下げられ、次回利下げ以降は「1.75－2.25%」と推計される中立金利のレンジに突入することになる。実際、情報発信もこれを意識したトーンに修正されつつあり、これまで声明文でキーフレーズとして使われていた景気に対し「restrictive（抑制的）」という評価は「Our monetary

policy is becoming meaningfully less restrictive（金融政策は実質的に抑制的でなくなりつつある）」との表現に修正されている。「抑制的ではない」と言っているわけではないため、まだ利下げ余地に含みを残すが、その確度が落ちてきたという意図はよく伝わる。後述するように、ラガルド ECB 総裁も今回の会合における最大のポイントがこの変更であったことを示唆しており、昨年 6 月より進められてきた利下げ路線について（図）、節目が訪れつつあるのは間違いない。

こうした修正の背景を筆者なりに整理すると①域内経済が十分減速しつつあること、②「敵失のユーロ高」でインフレ輸入が抑制されていること、③域内全体に財政支出増の期待があることなどが挙げられる。特に、③は第二次トランプ政権発足に伴って事態が進展しており、今回の総裁会見でもやはり 1 つの争点となっている（後述する）。理論的に考えれば拡張財政路線に入る分、金融政策は引き締めの調整され、インフレ加熱に配慮するモードに入ることが正当化されるので今回のようなトーン修正は論理的である。ラガルド ECB 総裁が明示的を認めたわけではないが、今後、現実がついてくる可能性はある。

「暖かい水」と「冷たい水」

声明文の上記文言に関しては、1 人目の記者がその真意を質している。具体的には「（新しい文言は）4 月に一時停止する可能性を意味しているのか」と質問しており、ラガルド総裁はこの質問を受けて「よくご指摘いただきました」、「これは単なる無害で小さな変更ではなく、一定の意味を持つ変更です（it's not just an innocuous little change, it's a change that has a certain meaning）」とかなり率直にその重要性を認めている。その上で数週間前に開催された



南アフリカ G20 になぞらえて「喜望峰にはインド洋からの暖かい水（warm water）と大西洋からの冷たい水（cold water）があります」と述べた上で、それがまさに今のユーロ圏だと例えている。急速な利下げの影響により「暖かい水」が域内経済に流れ込んでいるものの、依然として利上げの影響による「冷たい水」もまだ残っている、との趣旨だ。この状況を表現した一文が「Our monetary policy is becoming meaningfully less restrictive」であり、引き締め効果の減退を示すと述べている。

しかし、「4 月に一時停止するのか」との問いには「データ次第」と述べ言質を与えることを避けている。実は 2 番目の記者も 4 月会合で停止する可能性を質しているが、やはりお茶を濁されている。こうした決断できない状況についてラガルド総裁は「イライラする人もいるかもしれない。その点は申し訳ないと思うが、あくまでデータ依存だ」と突き返している。会見で使われた気の利いた表現は後日、再登場することも多い。利下げ停止が判断されるタイミングに合わせてラガルド総裁は「水は暖かくなった」といったような表現を交え、局面の変化を伝えてくるのではないか。

拡張財政路線の影響

後述するように、ユーロ圏で最も旬なテーマは防衛費を中心とする拡張財政路線へ舵が切られようとしていることである。既に域内金利に大きな影響が出ている以上、中央銀行としての挙動は当然問われる筋合いにある。1 人目の記者は 4 月利下げ停止の可能性に加えて、「防衛費の大幅な増額、ドイツのケースではインフラ整備の計画なども含め、かなり劇的な変化が起ころうとしており、市場も大きく反応している。政策理事会は、これが経済見通しと金融政策にどのような変化をもたらすと予想しているのか」と問うている。これに対しラガルド総裁は「私は、ここ数時間、数日間の最近の展開から逃れられなかったと言わざるを得ない」と述べている。これはドイツの財政運営が大きく変更されそうなこと、また政策理事会同日に開催されていた EU 特別首脳会議で欧州の軍備計画が決断されそうなことの影響が大きいことを認めた発言である（※総裁会見時点では首脳会議が実施中だった）。もっとも、インフラや軍備にかかる購入行為がいつ、どこで、どういった資金調達を通じて行われるのかなどは不明であり、現時点でその影響は詳らかにはない。ラガルド総裁は重要性を認めつつも、その影響はこれから理解するものだとして位置づけており、今回の ECB スタッフ見通しには織り込まれていないと見受けられる。

今回、改定されているスタッフ見通しもユーロ圏の実質 GDP 成長率に関し、2025 年が+0.9%、2026 年が+1.2%とそれぞれ前回（2024 年 12 月時点）から▲0.2%ポイントずつ下方修正しており、拡張財政路線の押し上げは織り込まれていないように見える（図）。ラガルド総裁は依然

ECBのスタッフ見通し(2025年3月)

(%)

	2025	2026	2027
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2024年12月)	2.3 2.1	1.9 1.9	2.0 2.1
コアHICP (前回:2024年12月)	2.2 2.3	2.0 1.9	1.9 1.9
実質GDP (前回:2024年12月)	0.9 1.1	1.2 1.4	1.3 1.3

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2025-27年にかけて1.04。

※コアはエネルギー・食品を除く

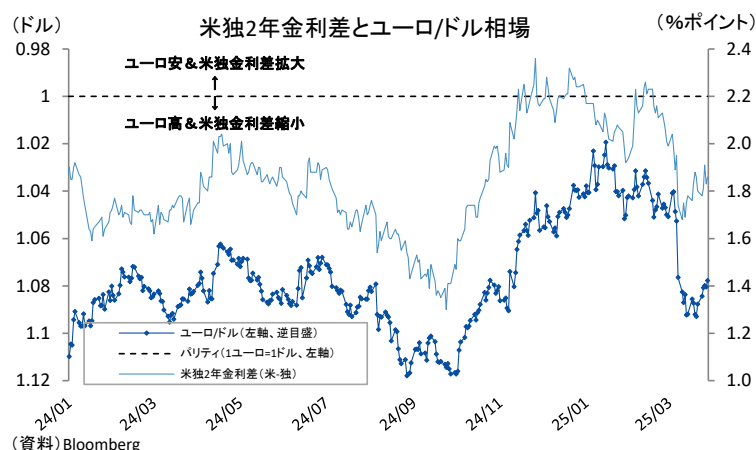
として不透明な部分が多いものの、これらの論点について言えることは「欧州全体の成長を支え、欧州経済を後押しすることになるということ」と論じており、今後、スタッフ見通しの上方修正やそれに応じた利下げ路線の減速・停止が模索されそうなことを予感させる。

「敵失のユーロ高」の持続性

従前より燦っていた欧米景気格差に応じた欧米金利差の拡大、結果としてのユーロ安経由のインフレ高進という懸念はここにきて急速に小さくなっている。ユーロ圏の経済・金融情勢が実際に改善しているわけではないのだが、米国経済への停滞懸念が米金利とドルを押し下げており「敵失のユーロ高」が発生している。そこへ域内で拡張財政路線がにわかに展開される見通しが強まっているため、域内金利も押し上げられ、欧

米金利差が縮小、ユーロ相場が支えられているのが現状である（図）。冒頭、②の論点として述べたように、思わぬユーロ高によりインフレ輸入が抑えられていることも利下げの必要性を減じることになっていそうである。もっとも、米国経済への「停滞懸念」は短期的には追加関税を主因とする「スタグフレーション懸念」でもあり、米金利低下の持続性については大いに議論の余地があるようにも思われる。本当にスタグフレーションが現実的な脅威であれば米金利は上昇を懸念する筋合いにある。

現状、本欄のメインシナリオに照らしてユーロ相場は上振れしているものの、このままユーロ相場の騰勢が続くかどうかはドルの敵失が続くかどうかに依存している面が相当に大きいだろう。本欄の見通し上、水準の上方修正は検討せざるを得ないとしても、パスの修正まで必要とは現状考えにくい。



《ユーロ圏の経済・金融情勢について～ユーロ高の背景と「暖かい水」～》

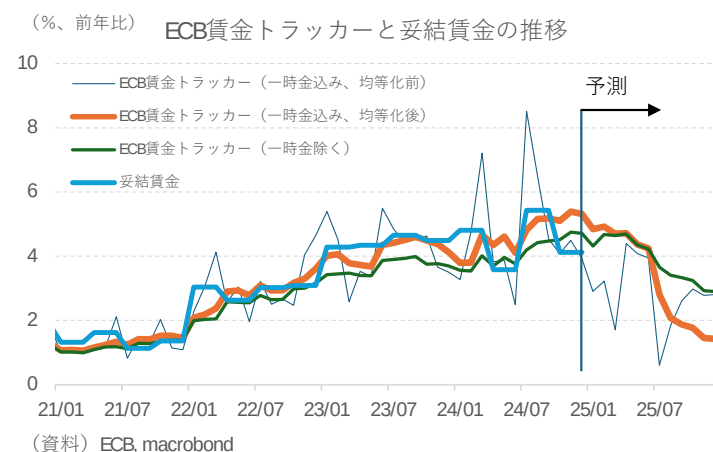
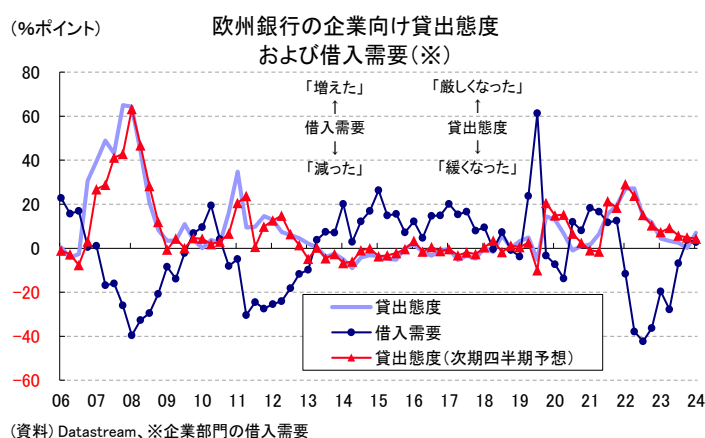
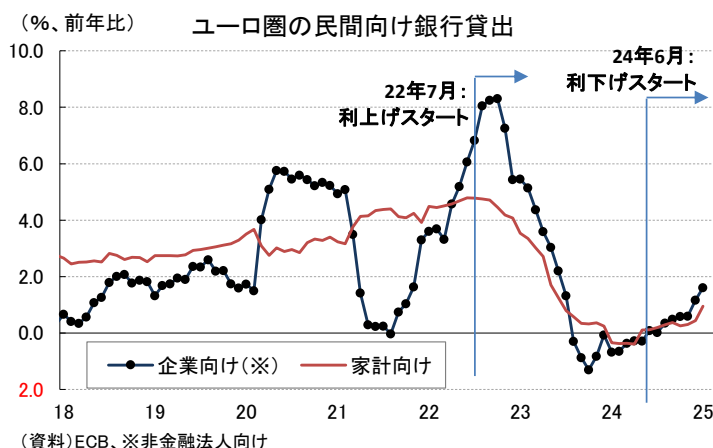
ユーロ高の背景を検討する

上述の通り、ドル相場の軟化が注目される中、その傍らでユーロ相場が騰勢を強めている。基本的にはトランプ政権の追加関税が矢継ぎ早に打たれる中、米国経済への懸念が強まり、米金利とドルが押し下げられる中での動きである。一言で言えば、ドル安という敵失に乗じたユーロ高であり域内の政治・経済情勢は決して褒められたものではないのは周知の通りだ。こうした「敵失のユーロ高」の持続可能性はさほど大きくないというのが筆者の基本認識ではある。しかし、パリティ割れの常態化をメインシナリオとしてきた本欄メインシナリオからの乖離が大きくなっているのも事実だ。

果たして、このユーロ相場の堅調は「敵失のユーロ高」と割り切って良いのか。域内の経済・金融情勢を真摯に見直す必要はないのか。これまで筆者は「金融市場で織り込まれる中立金利（2%前後）までの利下げでは不十分」という前提でユーロ相場を見通してきた。現状での織り込みは年内 2 回強といったところで、中立金利を大きく下回る水準までの引き下げは想定されていない。3 月政策理事会の情報発信を踏まえても、利下げ局面はそれほど長く続かないと考えるのが自然だろう。この点は筆者の想定外と言える。足許のユーロ高については敵失（ドル安）もありながら、域内の経済・金融情勢を相応に強めに評価する向きが影響しているとも考えられる。後述するように、これを確認できる計数は存在する。

「暖かい水」は確かにある

例えば、与信周りの計数は改善傾向が見られる。上述の通り、3月のECB政策理事会では利上げ停止が示唆され、ラガルド総裁はユーロ圏経済の改善傾向について「暖かい水 (warm water)」と例えた。依然として利上げの影響による「冷たい水」は残っているものの、急速な利下げの影響により「暖かい水」も域内経済に流れ込んでいるとの趣旨である。しかし、「暖かい水」がどういった経済現象を指しているのか会見で明示されたわけではなかった。オーソドックスな考え方に従えば、政策金利の修正は与信環境の変化に直結する。利上げにより冷え込んでいた域内の銀行貸出が、利下げにより復調しているのかどうか。「暖かい水」が銀行部門を通じて実体経済に流れ込んでいる兆候が見られるのかどうか。図(上)にも示す通り、利下げに着手した2024年6月以降、域内の銀行貸出は前年比で増勢に転じ、今年に入ってから加速している。これは銀行貸出態度調査(図・中)からも読み取れる事実で、貸出態度の安定化に伴い借入需要は復調傾向が見られている。現状、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)や妥結賃金、これに伴う賃金動向は抑制傾向にある(図・下)。開発されたばかりの賃金トラッカーは2025年末にかけての賃金鈍化を明示している。筆者はこれと整合的に利下げを続けるとECBは考えてきた。こうした論点は未だ有効と考えるものの、声明文が上述のように修正され、ラガルド総裁自らがその重要性を迫認するような状況を踏まえれば、「中立金利を割り込んでも尚、連続的な利下げは必要」という本欄のメインシナリオが実現する可能性は小さくなったと考えたい。

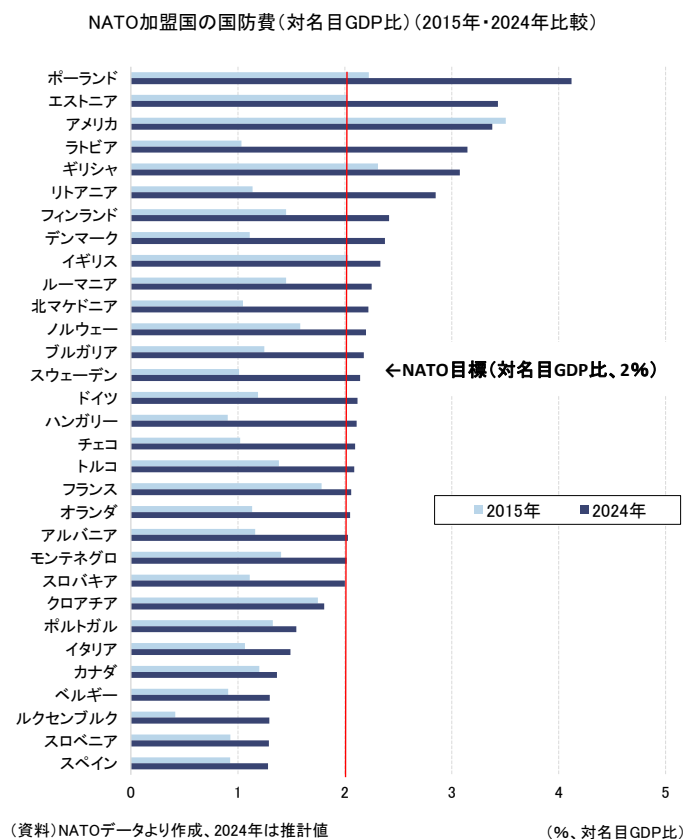


《EUの政治・経済情勢について～「欧州の再軍備」のカネは誰が出すのか～》

米国が突きつける「欧州の再軍備」

2月12日、トランプ米大統領がプーチン露大統領と電話会談を行って以降、EUとウクライナの頭越しでの停戦協議が進む懸念は日増しに強まり、2月28日のホワイトハウスにおけるトランプ大統領とゼ

レンスキー大統領の口論、その後に決定された米国側からウクライナに対する武器・軍事情報供与の一時停止を経て、欧州の自衛意識はにわかに高まっている。2月12日の電話会談後、ヘグゼス米国防長官は「ウクライナの北大西洋条約機構（NATO）加盟は現実的でない」とやはりロシアに寄り添った言動を示し、停戦後のウクライナの安全保障を保証するための NATO や米軍の関与を否定した上で「欧州がウクライナ支援の圧倒的割合を負担すべき」との見解を示した。同長官は同盟国との「不均衡な関係」を米国はこれ以上容認するつもりがないとも断じ、国防支出の NATO 目標を現状の名目 GDP 比 2% から 5% に引き上げることも改めて要求している。5% は欧州に限らずほとんどの NATO 加盟国にとって遠い目標だが（図）、欧州として何らかのアクションは急務という情勢にある。第二次トランプ政権発足前からこうした流れは予見されていたものの、想像以上に展開が早いというのが実情と見受けられる。ちなみにポーランドが既に 4% を突破し、これにエストニアも 3% 以上で続いていることから分かるように、地理的に切迫感の強い国は備えを始めている。同じ「EU」という括りでも、防衛に対する当事者意識は全く異なるのであり、東欧諸国の方が現実を直視していたという評価もできるだろう。



歴史的な「ReArm Europe」

3月6日の EU 特別首脳会議はこうした状況下で招集された。既報の通り、同会議はフォン・デア・ライエン欧州委員長が提案した「ReArm Europe（ヨーロッパ再軍備計画）」を全会一致で承認している。当初、ウクライナ経由でロシアから天然ガスを輸入するハンガリーのオルバン首相やスロバキアのフィツォ首相はウクライナへの軍事支援拡大に慎重な立場を示したが、スロバキアはガス供給問題に関する条項の追加を受けて支持に転じ、ハンガリーも最終的に計画を支持している。EU 全体として軍拡を決断するという歴史的な決断である。EU 首脳は NATO が加盟国の集団防衛の基礎であり続けることを強調しつつ、NATO 加盟の EU 加盟国に対し、2025年6月の NATO 首脳会議に向けて合意に準じた作業を進めるように要請している。これは端的に「EU の予算制約（端的には安定・成長協定）を外すので加盟国の防衛支出増加に向けて急げ」という趣旨である。合意の予算規模としては最大 8000 億ユーロとのヘッドラインが取りざたされているが、具体的には以下のような論点で構成されている：

1. 財政規律の一時的緩和：防衛支出を賄うため EU の財政規律を緩和し、約 6500 億ユーロを確保。
2. 共同防衛プロジェクトへの融資：防空システムやミサイル防衛などの共同防衛プロジェクトに対し、

1500 億ユーロの融資を提供。

3. 既存の EU 予算の再配分：既存の EU 予算を再配分し、防衛投資を促進。
4. 欧州投資銀行（EIB）の役割拡大：EIB の融資制限を緩和し、防衛関連企業への支援を強化。
5. 民間資本の動員：防衛分野への民間投資を促進し、資金調達を多様化。

こうした流れの中、マクロン仏大統領からはフランスの核抑止力を欧州全体に拡大する意欲を示している。もちろん、フランスが米国の立場を完全代替できるのかという点について疑義は残るため、欧州の防衛戦略がこの方向に沿って調整されることについては未だ慎重な意見はある。しかし、フランスの核取り扱いがフランス大統領の一存にかかっており、「フランスの核で欧州を守る」という 1 つの方向性が示されたことの意味は小さくないだろう。いずれにせよ、「EU 全体として軍拡に歩み始めた」という意味で歴史的な節目が訪れているという理解は持っておきたい。

市場が注目する金銭事情

上述するように、総額 8000 億ユーロと報じられている規模のうち、約 6500 億ユーロは加盟国の防衛予算が拡張することにより賄われる。この際、安定・成長協定（SGP）に象徴される財政ルールは棚上げされる見込みであり、既にドイツが類似の動きを先行させようとしているのは既報の通りだ。合意文書には「国家レベルでの防衛費増加を促すために、SGP の免除条項を発動するよう勧告するという欧州委員会の意図を歓迎する」と明記されている。防衛予算を原因として SGP に違反することに関し、加盟国は今後、欧州委員会から咎められることは無い。残り 1500 億ユーロについては欧州委員会から加盟国に対する「防衛融資（defence loans）」だと明記されている。使途としては防空システムやミサイル防衛にかかる域内の共同防衛プロジェクトに充てられる予定である。市場では欧州委員会がこの資金源をどこに求めるかが注目されるだろう。この点、考え方は 2 つある（表）。

特徴	NGEU債	SURE債
正式名称	NextGenerationEU Bonds	SURE Bonds
目的	COVID-19後の経済復興（長期投資）	失業リスク軽減（短期支援）
総発行額	最大 8,000億ユーロ	最大 1,000億ユーロ
運用期間	2021年～2026年（長期）	2020年～2022年（短期）
償還期限	2028年～2058年	2025年～2051年
資金の性質	補助金（無償）と融資（有償）	すべて融資（有償）
加盟国の保証	EU予算を担保（新たなEU税も検討）	加盟国の分担保証（比例配分）
政治的影響	EUの財政統合の第一歩	短期的な危機対応

（資料）欧州委員会などから筆者

まず 1 つはパンデミック時に雇用対策として採用された「SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) プログラム」に倣う方法だ。SURE プログラムでは、欧州委員会が EU 債を発行し、加盟国に低金利で資金を貸し付けた（以下、これを SURE 債と呼ぶ）。SURE 債で調達された資金はあくまで二国間融資として利用されるため、借り手である加盟国が EU に返済するというシンプルな構図だ。あくまで短期的な危機対応資金を EU が融通しただけであり、それ以上の政治的意味はない。

もう 1 つはパンデミック後の経済復興を目的として発行された NGEU (NextGenerationEU) 債に倣う可能性である。NGEU 債は EU 予算を裏付けとし、2026 年までに総額 7500 億ユーロの発行が予定されている。このうち過半（3900 億ユーロ）は「補助金」、つまり返済不要の資金として加盟国に割り当て

られる。NGEU 債にまつわる返済資金は EU が独自財源（要するに EU 税）で補填するため、枠組みが完成した当初は念願の財政統合の一里塚として大いに注目された。当然、雇用対策を大義とする SURE 債よりも長期的目線に立つものであり、その政治的意味は大きい。もっとも、現状では 2026 年までの発行しか予定しておらず、その意味で財政統合のトライアル措置のようなものだ。

第二次トランプ政権は欧州統合の「触媒」

今回、あくまで防衛「融資」と強調されているため、SURE 債に倣う可能性も十分あるが、「欧州の再軍備」というテーマ性を思えば、EU 全体で負担する NGEU 債のような調達方法の方が親和性はあるようにも思える。その場合でもあくまで「融資」という形態が取られそうだが、財政事情的に十分な防衛予算を積むことのできない加盟国には「補助金」という形態が採られる可能性もなくはない。この辺りの詳細は現時点では不明だが、NGEU 債的な、いわゆるユーロ圏共同債が検討される展開は今後、十分考えられる。それは EU が然るべき方向に舵を切ったという意味でも、金融市場に新しい安全資産クラスが生まれるという意味でも、前向きに評価できる動きだと筆者は考える。

歴史を紐解けば、債務危機やパンデミックといった極めて緊急性の高い外圧を契機としなければ、EU は大きな政治決断をできなかった。今回の契機はそれが戦争だったということだろう。その意味で第二次トランプ政権が欧州統合を一段と促す「触媒」となっているという解釈をすべきではないかと筆者は考える。理由はどうあれ、EU は財政統合を主軸とする正しい姿に向かおうとしている。

リスクシナリオとしての ECB の出番

もっとも、パンデミックの最中、NGEU 債発行に漕ぎつけるにあたっては、加盟国内の交渉が極めて難航したことも記憶に新しい。一応のリミットと考えられている今年 6 月の NATO 首脳会議までそれほど時間があるわけではない。意思決定のスピードを優先して SURE 債のような資金調達で EU としての防衛予算の体裁を整える可能性もあるだろう。現状は内輪揉めをしている場合ではなく、米国やロシアの独断専行から如何にウクライナ、そして自分たちを守るかという段階にある。これまで経験してきた域内調整と違い、一致団結するだけのインセンティブは大きい。

なお、気が早い話だが、防衛費予算の積み上げについて、どこまで見込めば分からないという不透明感が強まり、域内金利が押し上げられる懸念はある。実際、名目 GDP 比 2%をようやく実現したところで 3%、果ては 5%という数字が飛び交っており、域内債券市場への圧力は強まらざるを得ない。パンデミックの最中、ECB が PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）に追い込まれた例もある。一時的な助け舟を ECB が差し出す可能性はないわけではない。元々、防衛支出の大きい米国ではこのような展開は考えにくいものの、EU やユーロにおいては、再軍備がテーマ化する状況下で中銀の関与までリスクシナリオとして見込むことも必要かもしれない。

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。