

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2025 年 8 月 1 日

みずほ銀行
国際為替部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～日本版トラスショックの現実味～

日米関税交渉の現状と展望～関税の緩衝材としての円安～	P.3
本邦政治情勢の現状と展望～今後の争点は外国人規制に～	P.5
米金融政策の現状と展望～年末以降、厄介な状況に～	P.7
円相場の需給環境について～衰えそうにない「家計の円売り」～	P.9
日銀金融政策の現状と展望～霧は完全に晴れず～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～日本版トラスショックの検討～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～ローテーション期待の行方～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～守られそうなベースシナリオ～	P.18
ユーロ相場の現状と展望について～ローテーション期待の行方～	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

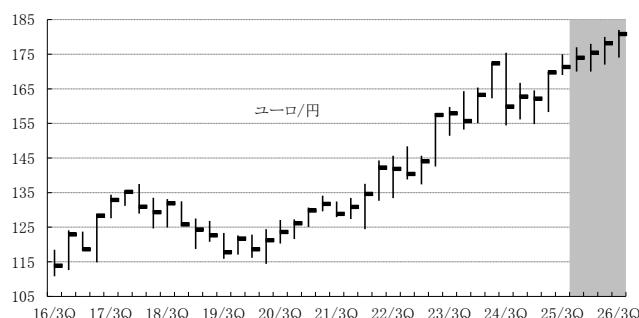
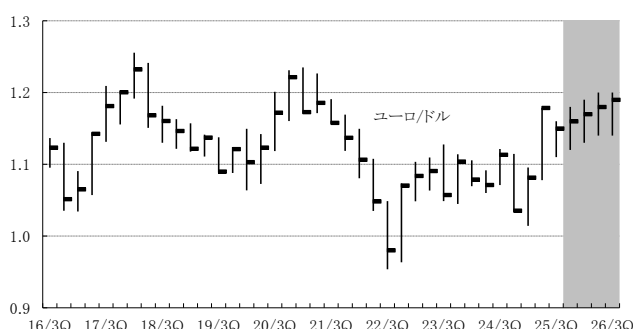
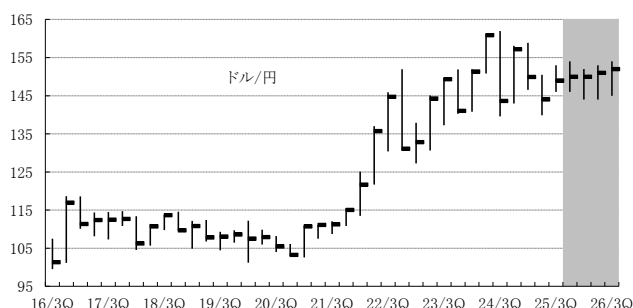
7月のドル/円相場は騰勢を強めた。参院選前、金融市場の注目は「自公大敗→石破政権退陣→政局流動化」というシナリオに注がれていた。このシナリオは石破首相の続投表明により退けられている。より拡張財政志向の強い後継者の台頭、それに加えて野党が主張する拡張財政路線への共鳴といった「インフレ下でのリフレ政策加速」という狂気のシナリオが避けられたことは円、ひいては日本経済にとって朗報だったと言える。また、市場心理の重しとなってきた日米交渉も一応の決着を見たことで不透明感がにわかに後退しており、日銀が利上げを検討する上での視界は明らかに開けてきている。7月会合こそ現状維持となったものの、予測期間中、複数回の利上げには構えておきたいところだ。この際、FRBの利下げも同時に予想されるためドル/円相場の上値は一時的に重くなりそうだが、それほど持続的な動きにはならないだろう。4月以降、囃し立てられてきた「ドルの基軸通貨性」への懸念は明らかに後退しており、「ドル離れ」が一時的に発生するような状況は薄い。予測期間中のリスクシナリオは引き続き本邦政局ではないか。退陣を避けられたとはいえ、石破政権の政策環境が窮屈になることは間違いなく、折に触れて衆院解散総選挙への思惑は熾り、その際は再び与野党ともに拡張財政路線を大合唱するような展開が目に見えている。日本版トラスショックの可能性は高くないが、対岸の火事とも言えない。

片や、7月のユーロ相場は軟化している。下旬には米EU関税合意が報じられ、それを好感したユーロ買いも見られたものの、独仏首脳がこれに不満を唱えるという報を受けて急落するなど神経質な地合いが続いている。もっとも、本稿執筆時点では合意内容が覆るという報道もなく、ECBが想定していたベースシナリオを前提に事態が進みそうである。その結果、追加利下げの必要性はかなり薄らいでおり、予測期間中の利下げはあと1回程度と考えておきたい。中立金利未満の水準に向けた利下げが回避されそうなことで、ユーロ相場の堅調は概ね維持されそうではある。一時期ほど「ドルの基軸通貨性」への疑義がドル売り・ユーロ買いを焚きつけるような雰囲気はないものの、米欧金利差から肯定できないほどのユーロ高は依然続いている。域内金利の先高観も手伝ってユーロ相場の水準は簡単には切り下がりにくいというのが筆者の基本認識である。とはいえ、たかだか半年間の上昇をもって「ドルから欧州へのローテーション期待」を当然視することにも慎重さは必要であり、ハードデータの丁寧な確認を怠るべきではない。大崩れこそないものの、年初来の急伸は当然視できない。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1～7月(実績)	8～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	139.89 ～ 158.88 (150.73)	146 ～ 153 (149)	146 ～ 154 (150)	144 ～ 152 (150)	144 ～ 153 (151)	145 ～ 154 (152)
ユーロ/ドル	1.0125 ～ 1.1830 (1.1423)	1.11 ～ 1.16 (1.15)	1.12 ～ 1.18 (1.16)	1.13 ～ 1.19 (1.17)	1.14 ～ 1.20 (1.18)	1.14 ～ 1.20 (1.19)
ユーロ/円	155.63 ～ 173.85 (172.20)	169 ～ 175 (171)	170 ～ 177 (174)	170 ～ 178 (176)	172 ～ 180 (178)	174 ～ 182 (181)

(注) 1. 実績の欄は8月1日までで、カッコ内は8月1日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～日本版トラスショックの現実味～

《日米関税交渉の現状と展望～関税の緩衝材としての円安～》

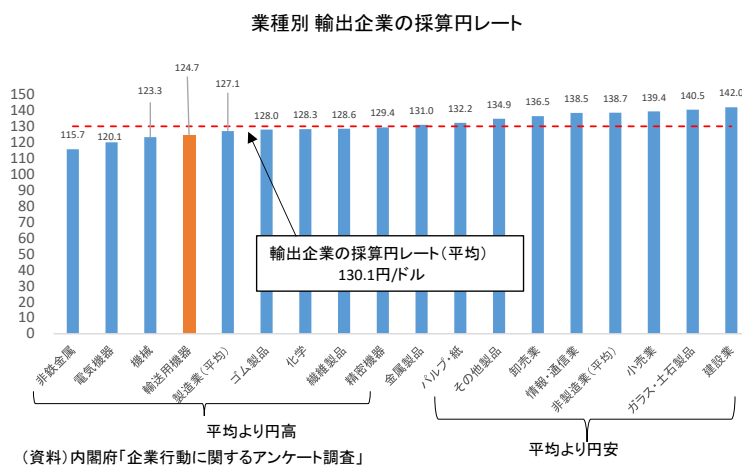
自動車も農業も痛み分け？

7月22日、トランプ米大統領は日米関税交渉が最終合意に達したことを発表した。日本への相互関税は15%とされ、日本から米国へ5500億ドルの投資も約束したとされている。その上で日本がコメを中心とする農産品や自動車の市場開放を約束したことも付記され、トランプ大統領は「史上最大の合意」として手放しで評価している。15%はEUと並んで対米貿易黒字国・地域では最低の税率である。日本側のレッドラインでもあった自動車も15%で設定されており、「自動車関税25%は交渉の対象外」と米国側が強弁していた経緯を踏まえれば日本側も健闘したと言えるのではないかと。

もちろん、現実には起きたことは「元々存在しなかった15%の追加関税を課せられ、対米投資を約束させられた上にコメを含む農産品と自動車の市場を開放させられた」という事実である。かつて赤澤大臣は「対米関税交渉で自動車を守るために農業で譲歩しない」と述べていたが、確かに「自動車も農業も痛み分け」という着地に至っており、有言実行と言えるだろう。合意により不透明感が払しょくされたことは金融市場に好感されているものの、日銀がこれをどう判断するかは当面の関心事である。なお、余談だが、参院選直後にこの大筋合意を控えていたことが石破首相就任の誘因だったのかもしれない。

緩衝材となる円安

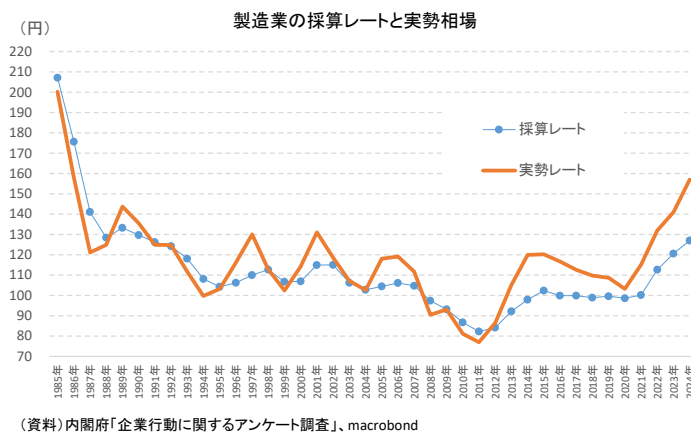
15%関税の影響についてイメージを確認しておきたい。今年2月に内閣府が公表した「企業行動に関するアンケート調査」によれば自動車産業の採算レートは125円であるため、144円以上のドル/円相場で15%関税を吸収できることになる（ $125 \times 1.15 \div 144$ 円）。145～150円で安定推移する現状が続く限り、基本的に15%は吸収可能な関税率とは考えられる。なお、関税分を販売価格にある程度転嫁できるのであれば、必要な円安・



ドル高はもっと控えめにはなる（この点、トランプ政権は逐次転嫁されないようにチェックする意思を表明しているが、その実効性は未知数）。また、輸出産業全体では130円の採算レートであるため、150円以上のドル/円相場で15%関税を吸収できるイメージになる（図）。あくまで関税率、採算レート、実勢レートの3つの変数だけで見れば15%関税は日本経済を腰折れさせるほどの話にはなり得ない。なお、図示されるように、輸出企業全体での採算レートは130.1円、製造業全体では127.1円とやはり実勢相場よりもかなり円高方向にあり、15%関税であれば146～150円の円安で吸収可能である。

このように高止まりするドル/円相場の水準がトランプ関税の緩衝材になることは間違いない。ちなみにリーマンショック後の超円高局面を振り返ると「採算レートが80円台や90円台ということもあった。25%関税でも吸収できるのではないのか」と考える向きもあるかもしれない。真の採算レートがどこにあるのか。筆者には知る由もないし、それは個社別に異なるはずなので軽々に論じることは避けたいが、

実勢レートが円安に振れると原材料コストも押し上げられるので事業全体の採算ラインが押し上げられるという事情もあるだろう。右図は採算レートと実勢レートを歴史的を振り返ったものだが、実際に連動している。筆者が日々面会させていただく事業会社の方々のお話とも平仄が合う。そもそも2010年代と現在では労働者も含めた生産要素の価格が全く異なるので為替レートの水準だけを同一視して比較することはフェア



ではない。特にトランプ関税の場合、輸出時だけ円高の悪影響を受け、輸入時の円高メリットは享受できないので、採算レートの考え方はより複雑になるはずである。

日銀はインフレ抑制か、関税抑制か

こうした状況下、日銀の政策運営は窮屈な状況に追い込まれる。元より日銀はトランプ関税にまつわる不透明感から利上げを見送る姿勢にあるが、これは「不透明感の強さから家計・企業の消費・投資意欲が減衰するかもしれない」という見通しに立っている。しかし、上記の議論を踏まえれば、利上げを温存して円安・ドル高を下支えすることはトランプ関税の悪影響を抑制することにも繋がる。15%とはいえ輸出企業の採算が悪化するのは事実であるから利上げを先送りする誘因はある。こうした政策運営は「金融政策の通貨政策化」と揶揄されそうだが、輸出企業にとって15%の追加関税は15%の円高・ドル安と同じなのだから、経済政策で対応しても一応不思議ではない。現実の為替市場で15%の変動が起きた場合、高確率で為替介入の対象になるはずだ。とはいえ、トランプ関税に対し円売り為替介入で抗戦するわけにはいかないのだから、せめて利上げを温存することで悪影響を緩和するという発想はあり得る。

とはいえ、である。それは参院選の争点にもなった物価高を中銀として放置するという痛恨の選択であり、基本的には正当化されない。超長期債市場を中心とした円金利の上昇を勢いづかせてしまう恐れもあるだろう。ラフに言えば「物価の安定」という大義に目を瞑って「輸出企業を守るのかどうか」という状況と言える。しかし、15%関税を受けて日本の屋台骨である自動車産業の収益が目減りした場合、利上げの根拠とされてきた「賃金・物価の好循環」は断ち切れる恐れも出てくる。そこまで見越した上で利上げは温存すべきという結論も十分考えられる。繰り返しになるが、非常に窮屈な政策環境である。

それでも利上げは検討した方が良い

難しい判断だが、筆者はそれでも利上げを選択し、国内のインフレ圧力を押さえることに尽くすべきと考える。一応の決着を見たとはいえ、トランプ関税を巡る状況は流動的であり、その対応として金融政策を割り当てることは必ずしも適切ではない。極端な話、追加関税が急に引き下げられたり、撤廃されたりした場合でも、持続的な円安を背景として押し上げられた国内のインフレ期待は戻りにくいだろう。例えば、7月8日、小枝審議委員は食料価格の想定以上の上振れを指摘した上で「わが国のインフレ実感や家計の予想インフレ率、ひいては基調的なインフレ率に与える二次的な影響の可能性」に警戒を示している。これは制御不能なインフレに陥るリスクに注意を払った発言である。急いで利上げをする必要は

ないものの、追加関税のカウンターとして金利を低位誘導することは円安インフレを容認する諸刃の剣であることも留意したい事実だ。

《本邦政治情勢の現状と展望～今後の争点は外国人規制に～》

「大敗だが、最悪の事態は回避」の評価

第 27 回参院選は自公連立政権として 50 議席を下回る 47 議席にとどまり、非改選を含めた参院全体で過半数を割るという結果に落ち着いた。自民党を中心とした政権が衆参両院で過半数を割り込むのは 1955 年の結党以来、経験のない出来事である（なお、自民党が政権を握っていない状態も含めれば 2009 年の衆院選挙で民主党に大敗した時も衆参両院で過半数を割っていた）。

もっとも、金融市場の受け止めは落ち着いたものだった。選挙前、金融市場の注目は「自公大敗→石破政権退陣→政局流動化」というシナリオに注がれていた。このシナリオは石破首相の続投表明により退けられており、これが国内外の市場参加者の安堵感を得ている。より拡張財政志向の強い後継者（例えば高市早苗議員）への連想、それに加えての野党が主張する拡張財政路線への共鳴といった「インフレ下でのリフレ政策加速」という狂気のシナリオは避けられたことで安堵感が拡がり、東京休場となった選挙直後の 21 日（月）朝以降、円ははっきり買い戻された。上述のように、参院選前後では既に日米関税交渉の着地点が見えていたと思われるため、退陣をできるような状態には無かったと思われるが、自民党の参院議席数（39 議席）だけに着目すれば、第 1 次安倍政権が 2007 年の参院選を経て記録した 37 議席よりは多く無所属議員の追加公認を経て過半数をкаろうじて確保するとの見通しも散見されている。総じて「大敗だが、最悪の事態は回避」という評価の下、当面は石破政権続行が基本シナリオになる。

今後は解散総選挙への思惑が燦る

とはいえ、今後の国会運営が相当苦しくなったことは間違いない。次回の解散総選挙まで「石破おろし」の空気は完全に消えることはないであろうことを思えば、続投表明直後の円買いは押し目という解釈にもなる。当面の連立枠組み拡大や野党連携については様々な思惑が交錯しており、「政策次第で部分的な同調は可能」という前提の上で石破首相と関係が近いとされる野田代表の立憲民主党や日本維新の会などが候補に上がっている。選挙戦前の政策議論を見ている限り「政策次第で部分的な同調は可能」というのは、要するに「拡張財政で同調できそう」ということにほかならない。野田代表はテレビ東京の選挙特番において「自民政権に対してノーという意思表示を国民がした。ノーという意思表示をされたところと連立を組むということはある得ない」と発言しているが、同党の主張を踏まえれば、自公の主張する現金給付を制止することはない。これは他の野党も同様である。その際、「給付だけでは足りないから消費減税（≒軽減税率引き下げ）を検討しろ」という要求も飲まされる可能性は残る。衆参共に少数与党であるため、国会運営が停滞するたびに「解散総選挙はまだか」という流れに至り、その際にはまた今回の「給付か、減税か」といった拡張財政路線を焚きつけるようなムードが高まることは必至である。とりあえずはトリプル安シナリオを一旦退けたものの、近い将来、これが戻ってくる可能性は残る。

なお、大敗の責任を石破政権に求めるのは酷に思える。これほどインフレが定着し、実質賃金が低迷している状況ではどの政党でも、誰が首相でも厳しい審判は下りやすいだろう。そもそも野党は口を開けば消費減税を含めた拡張財政の話ばかりゆえ、彼らが政権を担っていた場合、現下のインフレはもっとひどいものになっていた可能性すらある。政権交代とトリプル安の期待が結びついている以上、少なく

とも金融市場はそう理解している。2022年のトラスショックの記憶は新しいはずであるし、後述するように、日本もそれを「対岸の火事」と切って捨てることは難しいはずだが、日本政治にその緊張感はない。表面上、「国民は給付より減税を選んだ」という解釈をする報道も見られており、上述するように、消費減税への誘惑は今後も払拭されそうにない。

歴史を紐解けば、1973年の第一次オイルショックの際、日本も米国も景気停滞に対して拡張財政で応戦した。その結果、インフレ高進が一段と加速し、「不況には拡張財政で応戦すれば良い」というケインズ政策の無効性を経験から学ぶことになった。あれほどの物価高騰でも拡張財政の過ちに気づけなかったのだから、今回もある程度、インフレがオーバーシュートし、円安や金利上昇で痛みから学習しなければ財政政策の在り方は大きく変わらないかもしれない。

利上げからは逃げられない

改めて確認するまでもなく、古今東西、慢性的なインフレに対する第一の処方箋は金融政策における利上げだ。どの政党が政権を担い、誰が首相になるとしても、その事実は変わらない。今回の選挙戦で金融市場が身をもって示したように、給付や減税といった拡張財政路線は政府財政の毀損を理由にした円金利上昇や円安を助長する材料になる。それが実際に起きたことだ。今回、与党大敗を受けたトリプル安こそ回避できたものの、結局、円金利やドル/円相場は高止まりしている。これは今後の拡張財政路線を警戒しているという側面があるのだろう。利上げは経済に縮小均衡を強いることになるだろうが、これに伴いインフレ高進も落ち着くことが期待される。

もちろん、そうした政策は不人気だが、不人気だから独立性を持つ中央銀行が高い専門性をもって判断するのだ。なお、インフレの収束を条件に、縮小均衡に伴う痛みは拡張財政で和らげて良いだろう。そもそも財政・金融政策は景気循環の振れを均すための手段であることを思い返したい。この点、日銀は中央銀行としての矜持が問われる局面に入ってきたとも言えそうである。

今後の争点は外国人規制に？

なお、現役世代の可処分所得を大きく蝕んでいる社会保険料については今回も争点化しなかった。日本維新の会などが多少言及していたものの、殆ど注目されることは無かった。本来、給付や減税よりも社会保険料引き下げの方が手取り収入の改善に寄与するはずなのだが、どうしても目先の給付や減税といった「分かりやすさ」に関心が引き寄せられてしまうといういつものパターンが繰り返されている。厄介なことにインフレは消費性向の高い、相対的に収入が低い層へのダメージが大きいはずだが、そうした層には給付や減税という拡張財政的な主張も刺さりやすいので「自分が支持している政策で苦しくなる」という構図が生まれてしまう。「拡張財政的な主張」と「インフレ加速」の間に認知のラグがあるため、投票時にこれを認識するのは簡単ではないのである。

ちなみに、今回の選挙戦終盤では消費減税や給付といった拡張財政路線のテーマを差し置いて外国人規制が関心を集めたという分析も多い。実際、参政党の躍進がこれを裏付けている。とすれば、今後の国政選挙では外国人規制や消費減税が争点化され、国防や社会保険料などは脇に置かれる可能性がある。インターネット上で見聞きする訪日外国人の横暴が必ずしも実態を反映している保証はないが、そのイメージだけで政治は動く。こうした光景は英国のEU離脱（ブレグジット）において「移民が英国国民の生活を脅かしている」との不安が原動力となったことに重なる。当時の英国では極右勢力を中心に「We

want our borders back」などのスローガンが流布され、ブレグジットに繋がった。しかし、関連研究（イングランド銀行やLSEなど多数）によれば、移民の影響は低技能層の賃金を一部制限した可能性はあるものの、英国経済の根幹を揺るがすような影響はなかったとの見方が少なくない。メディアやこれに呼応した政治が国民の不安を増幅し、英国国民が「本当はどうか」について深く考察を与えることは無かった。そもそも国境外から到来する脅威に対して国民が敏感に反応するのは当然であり、多少なりともそれを裏付ける原体験があれば支持は一気に拡大しやすいのだろう。

日本に話を戻せば、少なくともインバウンド需要の急拡大に合わせて日本国民の生活に大なり小なり不便が生じているのは事実でもあり、そのような原体験も相まって日本人ファースト的な主張は今後も摩擦なく支持されそうな雰囲気はある。是非はともかく世論はそちらへ向かっている。

外国人規制は「円安の助長」に

このような世論は政策的には外国からの「資本」や「人」を制限しようという流れに繋がる。具体的な現象としては旅行収支黒字や株や不動産などの資産価格への影響を注目することになるだろうか。しかし、これは従前、政府・与党が掲げてきた方向とは真正面から対立するものでもある。例えば、政府・与党は今年6月、「2030年までに対内直接投資残高120兆円、2030年代前半のできるだけ早期に150兆円」と壮大な目標を掲げた。労働力不足に直面し、資本の力でも相対的な劣後が指摘される日本において外国からの助力は不可欠であり、この政策の方向自体、筆者は適切だと考える。しかし、今回の選挙結果はそうしたオープンな発想とは逆方向に振れ始めているということに見える。高齢者世代ほど自民党を筆頭とする伝統政党に投票し、若年世代ほど参政党や国民民主党などの新興政党に投票する傾向が強まっているという結果も合わせみれば、この内向き志向は今後、人口減少と共に確実に強まる恐れがある。

それは国債や円の安定性を損なう話にもなる。例えば、日本の国際収支統計に目をやれば、旅行収支が唯一最大の外貨収入源であるため、今後、世論がヒートアップし、インバウンド需要をけん制するような政策が盛り上がれば、円安材料と解釈せざるを得ない。これは絵空事ではなく、現にスペインを筆頭に欧州ではクルーズ船の寄港や乗客数に制限をかけるなどオーバーツーリズム対策が打たれている。国債に関しても、徐々に、しかし確実に内国債としての性質が薄れている現実があるため、「外資に頼らない」は現実的ではない。政治が外国人や外資国資本の排斥を主張する国に積極的な投資がやってくるだろうか。過去の本欄でも論じたように「2030年までに対内直接投資残高120兆円、2030年代前半のできるだけ早期に150兆円」は野心的な目標設定であるため、万難を排した政策対応が求められるはずである。

もちろん、今後「日本人ファースト」を求める民意が強まってくるのであればそれを受け入れるほかないし、確かに欧米でも類似の流れがある。それが即、差別的だという話にもならないだろう。しかし、日本は世界の先進国の中でも最速ペースの人口減少に直面している。だからこそ、外国からの「資本」や「人」を活かす政策として、言い換えれば「円安を活かすカード」として観光立国や対内直接投資促進といったフレーズが取りざたされてきたのではなかったのだろうか。独力で現状打開を図れるほど、経済・金融情勢に余裕は無いという問題意識を忘れてはならない。

《米金融政策の現状と展望～年末以降、厄介な状況に～》

9月利下げへの情報なし

7月のFOMCは、FF金利誘導水準を4.25～4.5%に据え置いた。折に触れてトランプ大統領に寄り添

った発言を繰り返してきたボウマン FRB 副議長とウォラー FRB 理事の 2 名が▲25 ポイント利下げを主張して反対票を投じたものの、議長人事も念頭に置いた猟官活動の色味もありそうで額面通り受け止めは難しい（理事 2 名が反対票を投じるのは 1993 年 12 月以来）。金融市場において一時 0.8 回程度まで織り込まれていた 9 月利下げについては、パウエル FRB 議長からそれを示唆するような発言が見られていない。従前の米 4～6 月期実質 GDP の強い仕上がりも意識された可能性はあるだろう。総じてタカ派的との受け止めから米金利は上昇、株は売られ、ドルは買われている。

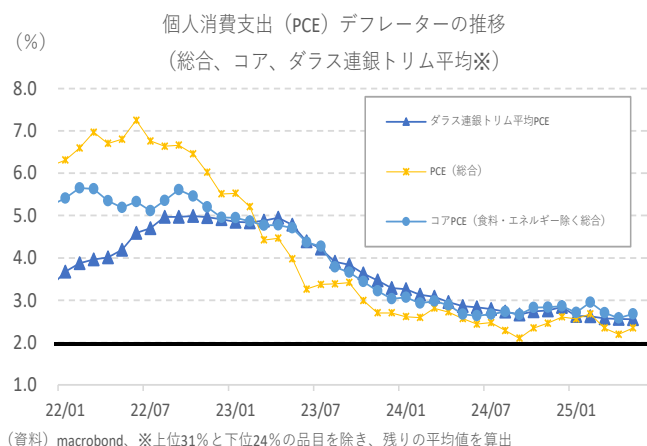
不安視される年末以降のインフレ率

議長会見でも言及されていたように、関税引き上げによるインフレへの影響(具体的にはその時期や度合い)が読めないため、動けないというのが今の FRB の本音に近そうではある。

直近 6 月分の消費者物価指数（CPI、食料・エネルギー除くコアベース）は前年比+2.8%と大きく跳ねているわけではないが、遅かれ早かれトランプ関税の価格転嫁は少しずつ始まることになる。トランプ政権は調査や監視を通じて、その動きをけん制する姿勢だが、限界はあるだろう。

現状、その動きがさほど問題になっていないのは、米国内で活動する企業は関税実施前に前倒しで商品を仕入れ、潤沢な在庫を抱えているためと言われている。当然、保有在庫の原価はまだ「関税前」であるから、初期段階である現時点でインフレへの影響は出ようがない（また、一部関税は段階的導入や例外措置があるため、やはり転嫁は限定的になる）。

しかし、関税の全てを企業部門が飲み込むわけにはいくまい。7 月中旬の学会での講演において、ウィリアムズ NY 連銀総裁は「全体として、関税は今年下半期から来年前半にかけてインフレ率を約+1 ポイント押し上げる」と述べている。この予想通りに行けば、今年の年末から 2026 年上半期にかけて米国のインフレ率は一時的に 3%台で定着する時間帯が到来することになる。



非常に厄介な状況に

このウィリアムズ予想が正しいとすると極めて厄介なことになる。というのも、「今年の年末から 2026 年上半期」という時期はポスト・パウエル体制への思惑も強まっていることも予想される。結果、「人事により利下げの確度が増す一方、統計（関税インフレ）がそれを正当化しない」という状況が出現する可能性が出てくる。その際、金融市場はどう受け止めるだろうか。恐らく「インフレを無視した利下げは持続不可能」との織り込みを進めるはずであり、米金利は下げ渋り、ドルは堅調を維持するのではないかと。ウィリアムズ予想を額面通り受け止めると、2026 年末まではベース効果によりインフレ率は高く出ることになる。とはいえ、関税を受けた実質所得環境の悪化を踏まえれば、インフレ率には下押し圧力もかかり、思ったほど転嫁されない可能性もある。実際の影響は（FRB もそうであるように）分からないことが多過ぎるのである。しかし、「まだ起きていない企業による価格転嫁が徐々に始まる」というのは事実であり、今のインフレ率に鑑みれば 3%台に乗せることは十分考えられる。3%以上のインフレ率を横目

に連続的な利下げは難易度が高いと考えておくのが常識的だろう。もちろん、FRBは「関税によるインフレ押上げは一過性」と抗弁するであろうし、それは正しい説明でもある。しかし、インフレ指標の上振れに対して金融市場はヒステリックに反応するだろうし、「インフレ下での利下げ」を強行した場合、インフレ加速懸念から金利が急騰する危険性もある。

これらの状況を総合すれば、FRBとして合理的な一手は「関税の影響が顕現化する前に利下げしておく」ということになるかもしれない。本稿執筆時点で9月織り込みは0.6回程度まで後退しているものの、10月や12月には0.8～1.5回程度まで織り込まれている。「本格的にインフレが加速する前に利下げする」という理屈は一見倒錯しているが、複雑な政治状況も踏まえればなくはない理屈である。

《円相場の需給環境について～衰えそうにない「家計の円売り」～》

外貨比率 10%時代が視野

日銀が発表した2025年3月末時点の資金循環統計（速報）によると、家計の金融資産残高は2194.7兆円と過去最高を記録した前期からは微減となったものの、前年同期では+0.3%と増加している（図）。四半世紀前（2000年3月末）と比較すると、金融資産自体は約+794兆円増加している。これを円貨性資産と外貨性資産で分けてみると、前者が約+702.3兆円、後者が約+91.3兆円と圧倒的に前者でけん引された結果と分かるが、総資産全体に占める構成比で見れば、外貨性資産は0.9%から4.8%へ5倍以上に上昇する一方、円貨性資産は99.1%から95.2%へ▲3.8%ポイント低下している。しかし、過去の本欄でも言及したことがあるが、統計の制約上、外貨性資産には近年多額の販売が行われている外貨建て生命保険などが含まれておらず、それらは保険・年金・定型保証（570.7兆円）に混入している。仮に、保険・年金・定型保証の5%部分が外貨だとすれば、外貨性資産比率は6%、10%部分と仮定すれば7%まで上昇する。そのように考えると、近い将来、「家計金融資産の10%が外貨」というイメージに着地する可能性はあるし、もしくは既にそうになっている可能性もある。例えば保険・年金・定型保証の20%部分が外貨建て商品と仮定すれば、外貨性資産比率は既に10%を超えていることになる。

ちなみに四半世紀において比率の上昇幅が最も大きかった項目は円貨性資産の株式・出資金（+2.4%ポイント）で、次に外貨性資産の投資信託（+2.3%ポイント）だった。片や、最も下落幅が大きかった項目は円貨性資産の現預金（▲2.3%ポイント）で、次に外貨性資産の国債（▲2.2%ポイント）である。過去四半世紀で起きたことは「円建ての現預金や国債を手放して、外貨建て投資信託に振り替える」というリ

本邦家計部門の金融資産構成(2025年3月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,194.7	100.0
外貨性	104.5	4.8
外貨預金	7.3	0.3
対外証券投資	37.6	1.7
投資信託	59.5	2.7
円貨性	2,090.2	95.2
現預金(外貨預金を除く)	1,112.2	50.7
国債等	31.5	1.4
株式・出資金	268.4	12.2
投資信託(外貨部分を除く)	76.0	3.5
保険・年金・定型保証	570.7	26.0
預け金など	31.4	1.4

本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.1	100.0
外貨性	13.2	0.9
外貨預金	3.1	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	5.3	0.4
円貨性	1,387.9	99.1
現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9
国債等	50.6	3.6
株式・出資金	138.3	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7
保険・年金・定型保証	369.9	26.4
預け金など	35.3	2.5

2000年3月末から2025年3月末にかけての変化

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	793.5	
外貨性	91.3	3.8
外貨預金	4.2	0.1
対外証券投資	32.9	1.4
投資信託	54.2	2.3
円貨性	702.3	▲3.8
現預金(外貨預金を除く)	370.6	▲2.3
国債等	▲19.1	▲2.2
株式・出資金	130.0	2.4
投資信託(外貨部分を除く)	23.7	▲0.3
保険・年金・定型保証	200.8	▲0.4
預け金など	▲3.9	▲1.1

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

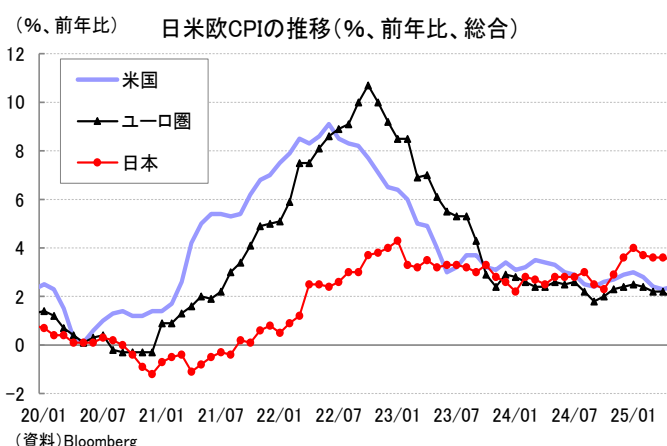
バランスであり、それは図らずもデフレ最適からインフレ最適へと資産構成が変わりつつあることも意味していると考えられる。

投資意欲の減退は一過性か

しかし、これらはあくまで今年 3 月末時点の状況だ。金融市場に大きなショックが生じたのは 4 月 2 日以降であるため、詳細は 6 月末時点の資金循環統計を待つことになる。この点、足許の状況に関しては目を引くニュースもある。**QUICK 資産運用研究所**の調査によれば国内公募の追加型株式投資信託（除く **ETF**）に関し、6 月の設定額から解約・償還額を差し引いた資金流入額の推計は 4064 億円と、前月確報値（8778 億円）の半分以下にとどまったという。これは 2023 年 12 月（3053 億円）以来、1 年半ぶりの低水準であり、新 NISA 開始後で最小、2 か月連続の 1 兆円割れは新 NISA 開始後では初となる。大暴落を経験した昨年 8 月同様、国内外の投資信託や有価証券への投資意欲が果たして継続するのかが再び争点化する状況にある。

とはいえ、国内の経済・金融情勢が明らかにインフレに傾斜する中、これらの資金が再び円の現預金や国債に回帰するだろうか。確かに、円金利については上昇傾向にあるため国債へのリバランスは正当化される余地があるとしても、日本のインフレ率が欧米のそれと比較して相対的に高く推移しているため（図）、購買力平価の上では円安が正当化されるのも事実ではある。足許で家計部門の投資意欲が衰えている理由は 1 つではないだろうが、この期に及んで「日本がまたデフレに戻

りそうだから」と考えているわけではあるまい。需給構造の変容を背景とする円売り圧力の強さと国内の雇用・賃金環境の逼迫、短期的には関税政策を受けた輸入インフレの存在など、当面の日本経済がインフレ圧力を回避できる公算は小さいだろう。今春以降に見られている投資意欲の衰えはあくまで不透明感の高まりによるリスク許容度の毀損と思われるため、一過性の減速で収まる可能性は高いと考えたい。



政府目標の達成状況は極めて順調

ちなみに NISA 口座自体は順当に増え続けている。速報値となる 2025 年 3 月末時点では 2646 万 9325 口座だった。確報値が判明している 2024 年 12 月末時点（2558 万 6460 口座）から 3 か月間で 88 万口座以上が増えたことになる。政府目標は「2027 年までに 3400 万口座」と設定されているが、2027 年 12 月末までの 2 年 9 か月（33 か月＝11 四半期）、現在のペースを維持できるならば優に達成できるだろう。ちなみに残高目標（2027 年までに 56 兆円）は速報値では明らかにされておらず、確報値が明らかになっている 2024 年 12 月末時点で 52 兆 6359 億 8466 万円、速報値の 2025 年 3 月末時点においては買い付け額しか明らかにされておらず、これが 6 兆 6032 億 7728 万円だった。これらを突き合わせれば（約 52.6 兆円+約 6.6 兆円＝59.2 兆円）、残高目標については既に達成されていると考えられる。これは今年 3 月時点で日本証券業協会のデータと照合して既に分かっていた事実だが、金融庁の公式統計でイメージ

が掴めるのはこれが初となる。もっとも、政府・与党が公式に達成を宣言するのは2025年3月末時点の確報値が発表される段階であり、これは恐らく今年9月まで待つ必要がある。

口座数に先んじて残高が早いペースで目標達成に至っているのは想定外に投資意欲が強かったということであろうが、歴史的な円安局面が追い風となり残高が膨らんだためと推測される。

引き続き若年世代は「貯蓄から逃避」

2024年12月末時点の確報値を用いて年齢別データもチェックすると、引き続き若年世代における運用意欲の高まりが顕著であることを確認できる(図)。旧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が、2024年12月末時点では60代以上で25%程度にとどまっている。

年齢別NISA口座数の比較

	2014年3月末	シェア	2024年12月末	シェア	シェアの変化幅 (%ポイント)
総数	650万3951口座	100.0%	2558万6460口座	100.0%	-
10歳代			11万9782口座	0.5%	-
20歳代	20万9144口座	3.2%	295万0112口座	11.5%	8.3%
30歳代	50万1895口座	7.7%	448万6512口座	17.5%	9.8%
40歳代	82万3581口座	12.7%	492万3179口座	19.2%	6.5%
50歳代	107万8784口座	16.6%	495万1402口座	19.4%	2.8%
60歳代	187万4228口座	28.8%	377万0942口座	14.7%	-14.1%
70歳代	149万0993口座	22.9%	283万9669口座	11.1%	-11.8%
80歳代以上	52万5326口座	8.1%	154万4862口座	6.0%	-2.1%

(資料)金融庁より筆者作成

一方、同じ期間で30代および40代を主軸として現役世代のシェアが急伸している。シェアトップはかつての60代から50代へシフトし、もはや30～40代もその50代に肉薄している。資産運用への関心は明確に現役世代の方が強く、これは資産防衛意識の裏返しに違いないのだろう。筆者のような40代半ば以上の世代であれば、「慢性的な円高に悩む日本経済」という経験と記憶の方が圧倒的に長いはずだが、20代や30代は「円安インフレに苦しむ日本経済」という実感を現在進行形で強めている。若年世代ほど円建て資産への諦観が強く、その諦観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は否定できないし、これは今後においても影響力を持ち得る話かと思われる。

そうした若年世代を中心とする投資行動の実情は「貯蓄から投資」への進展を示すものであると同時に、「円建て資産のままでは不味い」という防衛意識に根差した「貯蓄から逃避」と表現した方が腑に落ちるものである。悲しいかな。資産運用関連のデータを年齢別に見ると、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実情が透けて見えてしまう。

《日銀金融政策の現状と展望～霧は完全に晴れず～》

15%合意に油断せず

7月の日銀金融政策決定会合は無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.5%で据え置くことを決定した。1月の利上げ後、4会合連続での現状維持であり、全員一致での決定でもある。前回の公表文ではトランプ関税の不透明感を踏まえ「海外の経済・物価動向を巡る不確実性はきわめて高く」との評価が見られていた。この点、今回は「今後の各国の通商政策等を巡り不透明感が高い状況が続く」との評価に修正されている。警戒感は若干和らいでおり、利上げに向けて霧が晴れ始めたとの認識は透ける。しかし、植田日銀総裁の述べる通り「一気に霧が晴れることはなかなかない」ということだろう。

もっとも、当該部分は「...不透明感が高い状況が続くことがあれば、コスト削減に注力する傾向が強まる可能性がある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる」と続けられ

ている。過去にも論じたように 15%関税を巡っては合意文書が存在しないゆえに事態の流動性を危惧する向きはあり、日銀においてもそれは同様なのだと推測される。また、15%が（25%に比べれば）「御の字」であったとしても企業にとって追加コストには違いなく、賃上げ抑制の理由として持ち出される懸念もある。日銀が不安視する「コスト削減に注力する傾向」とはまさにそのことだろう。

要するに金融市場が考えるほど、15%合意を日銀は前向きに捉えていないということである。そもそも従前の金融政策は「関税交渉がある程度進捗する」ということを前提に運営されていたため、妥結それ自体が政策変更のトリガーにはなり得ないというのが日銀の言い分なのかもしれない。

10 月利上げが 1 つの目線に

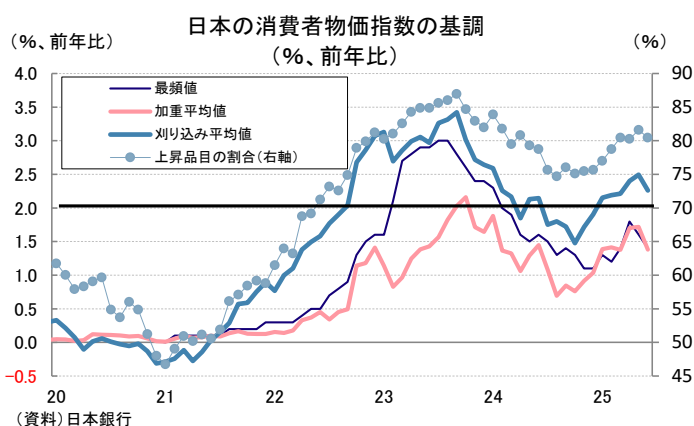
今年 1 月の利上げ以降、日本経済は基本的に追加利上げを正当化できる状況にあったが、4 月以降は「トランプ関税の影響がよく分からないので様子を見る」という整理が続いてきた。今回、その「様子を見る」理由が薄らいでおり、追加利上げへの距離が縮まってきたのは間違いない。しかし、市場が期待するほど距離は縮まらなかったというのが日銀の基本認識と見受けられる。状況が急激に改善しない限り、9 月利上げは難しく、10 月展望レポートで利上げできるかどうか 1 つの目線になりそうだ。裏を返せば、大きなトラブルがなければ 10 月利上げは堅いのではないか。そもそも「展望レポートの見通しに沿った状況ならば粛々と利上げする」というのが昨年来の日銀の基本的立場だったはずである。この点、今回の展望レポートでは、2025 年度の消費者物価指数（CPI、生鮮食品を除くコア）の見通しについて、前回の +2.2%から+2.7%へ+0.5%ポイントと大幅に引き上げられている（図）。3 か月間でこの上方修正は日銀としても想定外のはずであり、利上げを後押しする材料になったことは間違いない。しかし、2026 年度や 2027 年度はそれぞれ+0.1%ポイントずつの引き上げにとどまっているため、「どの道収束していくのだから手前の上方修正に大騒ぎする必要はない」というのが日銀の整理なのだろう。

この点、植田総裁も「物価見通しの引き上げだけで金融政策は左右されない」と述べ、単純に展望レポートの上方修正が利上げ判断に直結しないことを強調している。その上で「基調的物価が以前よりも 2%に近づいてきている」と説明しているが、これは結局、「基調的物価はまだ 2%には届いていない」という認識の裏返しでもある。結局、この「基調的な物価とは何か」が分からないため、金融市場と日銀の間にコミュニケーションの「溝」が出来てしまう

日銀政策委員の大勢見通し (前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2025年度	0.5～0.7 <0.6>	2.7～2.8 <2.7>
4月時点の見通し	0.4～0.6 <0.5>	2.0～2.3 <2.2>
2026年度	0.7～0.9 <0.7>	1.6～2.0 <1.8>
4月時点の見通し	0.6～0.8 <0.7>	1.6～1.8 <1.7>
2027年度	0.9～1.0 <1.0>	1.8～2.0 <2.0>
4月時点の見通し	0.8～1.0 <1.0>	1.8～2.0 <1.9>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行



といういつものパターンが今回も見られている。日銀が月 1 回公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」は多くの指標で+2%を安定的に超えている（前頁図）。そもそもヘッドラインの CPI について、+3%超えが常態化する中で現状維持を貫くのは簡単な話ではない。2025 年については 10 月までに 1 回利上げ、2026 年中には 2 回利上げの末、中立金利の下限と目される 1%を上回る金利水準にも構えておくというのが現時点では大きな無理のないシナリオではないだろうか。奇しくも現状維持を経て円安が加速しており、この程度如何によっては 9 月の可能性も検討の余地が出てくるはずである。

《メインシナリオへのリスク点検～日本版トラスショックの検討～》

日本版トラスショックはあるのか？

7 月は日本政局の変化を先回りするように、円売りや債券売り（円金利上昇）が盛り上がった。具体的にはインフレ下での拡張財政を訴える野党勢力の動きが材料視されており、少数与党となった自公連立政権もその影響を免れないのではないかとの思惑が根強く作用した。選挙後、石破政権続行となり、関税交渉がまとまったことで円高に振れているため、「財政懸念を理由とした円売り」の本気度は率直に怪しい部分もあるが、円安と財政懸念がリンクするような雰囲気は昔に比べて増えているのは事実だ。

こうした中、7 月に見られたような光景が 2022 年 9～10 月に英国で発生したトラスショックを彷彿させるという論考が散見される。実際、円金利に関しては、4 月以降、20 年、30 年、40 年といった超長期金利の騰勢が注目され続けており、7 月に入ってから 10 年金利も 1.60%に到達する場面が見られた。この円金利上昇と円安が併存しているため「これは債務危機の予兆ではないのか」との思惑が強まるのも理解はできる。結論を先に言えば、トラスショックほどの急性的な動きは考えにくいとしても、過去に言われてきた「日本国債は内国債だから大丈夫」、「膨大な対外純資産、経常黒字があるから大丈夫」といった議論を現在に当てはめることには慎重であるべきと考えている。

トラスショックおさらい

簡単にトラスショックのおさらいをしておこう。スキャンダルを受けて辞任に追い込まれたジョンソン首相に代わって 2022 年 9 月に就任したトラス首相は就任以前から金融市場で強く懸念されていた大型減税を中心とする拡張財政路線を断行することを発表した。具体的には所得税の最高税率撤廃、法人税率引き上げの中止、国民保険料の引き下げ、印紙税の減税などを中心とする

トラス政権の減税政策（mini-budge）

政策項目	内容
所得税の最高税率の撤廃	45% → 廃止（最高は40%に）
法人税率の引き上げ中止	19% → 25%の予定を撤回
国民保険料（NI）の引き下げ	1.25pt分の引き上げを撤回
印紙税の減税	不動産購入時の税金減免
エネルギー価格抑制策	家庭向け上限設定など。約600億ポンド規模（6か月分）

（資料）各種報道より筆者作成

る経済政策（通称：ミニバジェット）を打ち出した（右表）。しかし、これを受けて英国債市場では長期金利が急騰、同国年金基金の破綻懸念からイングランド銀行（BOE）が無制限の長期債購入に追い込まれる事態にまで至った。また、為替市場では英ポンド/ドル相場が 1985 年以来の最安値（1.035 ドル）を更新、株式市場では FTSE 株価指数も 1 年ぶりの水準まで急落するなど、金融市場は「英国売り」一色に染まった。なお、先進国の経済政策運営に言及するのは極めて異例だが、IMF も緊急声明を発表した。

BOE の介入により金融市場は徐々に落ち着きを取り戻したものの、トラス首相自身への信認が戻るこ

とは無く、結局、2022年10月20日、就任からわずか45日で退任に追い込まれた。これがトラスショックの顛末である。当時はBOEがパンデミック後の緩和の巻き戻しとして量的引き締め（QT）に着手するタイミングとも重なっていたという間の悪さもあったが、金融市場の警告を振り切るような経済政策運営は潜在的に大変なリスクを抱えていることを実証したと言える。

検証：日本版トラスショックが起きない理由

では、日本がこのような事態（以下日本版トラスショック）に陥ることはないのか。往々にして「問題ない」という立場の意見をまとめてみると以下の4点に集約されそうだ：

- ① 英国は経常赤字国だが日本は経常黒字国であること
- ② 英国は対外純債務だが日本は対外純資産国であること
- ③ 日本国債の大部分は国内消化されていること
- ④ 日本は「政府債務残高÷名目GDP」こそ大きいものの、「政府利払い費÷GDP」の比率で見れば英国ほど高くないこと

しかし、これらの材料は決して盤石とは言えない。今回はまず①と②について説明したい。本欄の読者であれば、①や②を理由として日本の頑健性を強調することの危うさに直ぐ気づくのではないか。確かに、経常収支やその結果としての対外純資産（or 債務）残高に関して言えば、日英の差は極めて大きい。経常収支（対名目GDP、%、2024年）を国際比較した場合、IMFの世界経済見通しにおいて先進国としてグルーピングされる41か国中、英国は36位の▲3.4%である。これに対して日本は17位の+4.8%だ。金額で言えば英国は39位の▲1227億ドル、日本は3位の+1930億ドルである。

こうした経常黒字（①の論点）の累積が対外純資産（②の論点）になるため、必然的に対外純債務国の英国と対外純資産国の日本という彼我の差も極めて大きくなる。2024年末時点で英国は▲3513億ドルの対外純債務国であるのに対し、日本は+3.49兆ドルの対外純資産国である。ちなみに英国は対外純資産が大きい国から数えて世界103位、日本は2位である。ちなみに、周知の通り、1位はドイツで3位は中国だ（図）。対外経済部門の頑健性に照らせば、日本と英国は比較にならないほど日本が勝っている。

張り子の「成熟した債権国」

しかし、問題はここからである。これまで繰り返し議論してきたように、第一次所得収支から構成される日本の経常黒字や直接投資が6割弱を占める日本の対外純資産は日本国内へ回帰してこない可能性がある。日本が獲得・保有する外貨は「数字」としては大きいものの、それが円の支えになるかどうかは別ということだ。慢性的な自国通貨買い需要を孕む貿易黒字とは異なり、第一次所得収支黒字は外貨のま

世界の対外純資産・債務国（上位・下位10か国、兆ドル）

国名	純資産国	国名	純債務国
ドイツ	3.64	米国	-26.23
日本	3.49	ブラジル	-0.75
中国	3.30	スペイン	-0.73
香港	2.04	フランス	-0.62
ノルウェー	1.74	メキシコ	-0.59
カナダ	1.72	オーストラリア	-0.42
スイス	1.34	インド	-0.37
韓国	1.15	英国	-0.35

（資料）IMF

ま再投資される現地法人の内部留保はもちろん、有価証券の利子・配当金も基本的には複利の効果を企図して再投資される部分が大いと考えられる。第一次所得収支黒字こそ日本の（統計上は）外貨獲得の源泉なのだが、獲得した先の話も考えなければならない。

それでも経常黒字や対外純資産国

という事実が「日本版トラスショック」の免罪符になるのか。筆者は危険な考え方だと思う。「国際収支の発展段階説」に照らせば、日本は「成熟した債権国」であり、元々金融収支上の資本流入に依存した国ではない。その代わりに経常収支からの資本流入が

国際収支の発展段階説

需給の実情は?

	①未成熟な債務国	②成熟した債務国	③債務返済済国	④未成熟な債権国	⑤成熟した債権国	⑥債権取り崩し国
経常収支	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字
財・サービス収支	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字	赤字
第一次所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
対外純資産	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
金融収支	黒字	黒字	赤字	大幅赤字	赤字	黒字
例	英国		中国	2012年頃までの日本	日本	米国

(資料)筆者作成

国債を含む国内の資金循環構造を支えていた。しかし、実はその経常収支もキャッシュフローベースで見れば赤字、すなわち日本は「仮面の黒字国」なのではないかというのが筆者の近年の仮説である。だとすれば、統計上は「成熟した債権国」と考えられている日本の実情は「債権取り崩し国」としての側面もあるということではないか。英国が「未成熟な債務国」だから「成熟した債権国」の日本とは比較できないというのは表面的にその通りだが、それが本質的な議論とは思えない。第一次所得収支黒字が国内回帰しないという前提を踏まえれば、「成熟した債権国」という地位は張り子ではないだろうか（図）。

片や、英国は国際金融センターとして金融収支の黒字（資本流入）に依存する構造にあった。こうした前提条件を踏まえると、トラス政権のように「金融市場の思惑に堂々と歯向かう」という行為は即、足の速い金融商品からの資本流出を促し、激しい混乱に直結する。実際にその通りになった。日本がこうした英国ほど脆弱とは思わないが、国際収支統計のイメージから得られるほど、両者の乖離が大いとは限らないというのがポイントではないだろうか。

債務関連の計数比較について

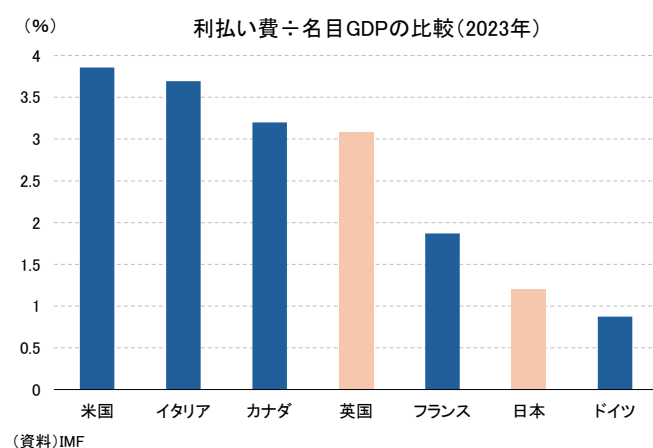
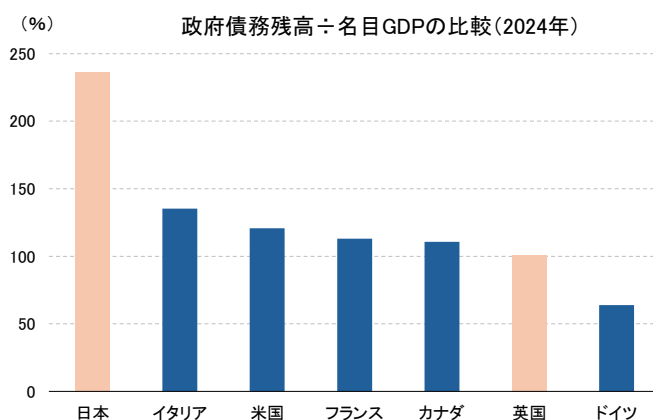
では、③や④といった政府債務関連の計数を比較すると、どのようなイメージが得られるか。まず、③に関しては長年、「日本国債の9割以上が日本国内で保有されている」という内国債としての性質が強みとして指摘されてきた経緯がある。それは現在も基本的には事実であるものの、変化の兆しはある。過去四半世紀(2000年3月～2025年3月)で国庫短期証券も含めた国債保有比率は海外部門で5.0%から11.6%まで上昇している（国庫短期証券を抜いても5.1%から6.0%まで微増である）。なお、現状では日銀が最大の保有者（45%）であることは変わっていないものの、2024年7月以降は買い入れ減額に着手しており、基本的に今後の漸減傾向が確定している。ちなみにトラスショックもBOEが国債購入の減額に着手するタイミングで拡張財政路線が発表されたという経緯があり、今の日本と状況が似通っていた。

言うまでもなく、国内投資家よりも海外投資家の方が見切りは早い。この期に及んで日本政治が拡張財政色を強めるというのであれば、途端に日本から手を引く向きもあるし、それがトラスショックで起きたことであった。当時、英国を指さして「インフレ下で減税など正気の沙汰ではない」と市場参加者は嘲笑っていたが、今回の選挙戦を見る限り、全く同じことが日本で起きても不思議ではない雰囲気はある。実際、4月以降に注目された超長期債市場の不安定化には生保勢の規制対応に目途がついたという要因のほか、そもそも海外勢のプレゼンスが大きかったことも指摘されている。もちろん、日本には巨大な対外

純資産があるため、対外純債務国の英国より日本の方が「時間稼ぎ」は可能かもしれない。その大部分が「日本に戻ってこない」という問題は確かにあるが、少なくとも 2024 年末時点でも、対外純資産の 4 割弱は外貨準備ゆえ、この部分は政策的に活用できる原資ではある。しかし、少子高齢化に伴う貯蓄取り崩しも既定路線であることから、日本の経常黒字や対外純資産は遅かれ早かれ目減りが想定される。そうした変化は日本国債を保有する海外投資家にとって悪い材料である。

利払い費率が少ないことについて

次に④の論点を議論したい。今更説明するまでもなく日本は世界的見ても「政府債務残高÷GDP」の比率が突出して高いが、「政府利払い費÷GDP」の比率が英国ほど高くないことなどをもって日本版トラスショックを退ける論拠とする主張もある。2024 年の「政府債務残高÷GDP」に関し、日本は 236.7%と圧倒的に世界最大だが、英国は 101.2%と小さくはないものの日本の半分以下に収まっている（図・上）。この点だけを捉えれば日本版トラスショックは憂慮して然るべきだが、利払い費の多寡に着目すると話は変わる。「政府利払い費÷GDP」（こちらは 2023 年）という点に関して言えば、日本は 1.2%と抑制されているのに対し、英国は 3.1%と大きい。ちなみにトラスショック前年（2021 年）の英国は 2.8%で日本の 1.5%よりもやはり高かった。しかし、これで日本の安全性を説くのは無理がある。利払い負担が小さいのは金利の低位安定を図ってきた恩恵であって、2024 年春以降、政策金利の引き上げ局面に入っていることと合わせ見れば、従前の展開が将来を約束するものではないはずだ。例えば「政府利払い費÷GDP」で見た場合、2023 年を例に取ると英国が 3.1%であるのに対し、日本は 1.2%なので確かに日本の方が金利上昇に対して耐性があるように見える一方（図・下）、金利が高止まりすれば今度は「政府債務残高÷GDP」が再び着目され、日本に対する悲観的な見方は増幅されることだろう。現在を過去の延長線上に理解するのは正しいリスク管理ではない。



もはやアテにならない「経常黒字、対外純資産、低金利」

以上、日本版トラスショックの可能性を対外経済部門の状況と政府債務の状況から検討した。もちろん、拾い切れていない論点があることはご容赦願いたい。が、筆者が最も強調したい事実は、これまで日本国債を安定させる防壁のように考えられてきた「経常黒字、対外純資産、低金利」はもはやアテにできないということである。だとすれば、客観的に見て、日本版トラスショックの可能性を全否定するのは難

しいだろう。経常黒字や対外純資産の大きさがショックに対する防御壁として機能していた時代では「経常黒字の大半が貿易黒字で国内回帰が期待できたこと」および「対外純資産の多くが有価証券で国内回帰が期待できたこと」の2つの事実が存在した。しかし、現在は事情が異なる。経常黒字の全てが第一次所得収支黒字として海外に滞留し、対外純資産の半分以上が直接投資となっている以上、分厚いように見えた防御壁は、実はそれほど分厚くはないという実情は認識すべきである。

企業行動の変容が分岐点

なぜこのような構造に至ったのかも説明できる。2010年前後から日本から海外への対外直接投資が加速し、2012年前後から日本の貿易収支も赤字基調に転じるようになった。そして2013年以降、日本経済は円高局面というものを経験していない。本欄では執拗に繰り返してきた事実である。この間、過去の「投資のあがり」である第一次所得収支黒字は積み上がり経常黒字は維持されたのだが、結局それは海外に再投資される部分が多い。結果、キャッシュフロー(CF)ベースで見た経常収支の脆弱性が増し、円安の慢性化を招いているというのが現実である。さらに言えば、円安の慢性化はインバウンド需要の膨張を招いており、インフレ圧力を輸入する格好になっている。その上、国内では人手不足が名目賃金を押し上げる動きも重なっており、消費者物価指数(CPI)に象徴される一般物価上昇はどうしても押し上げられる。結果、これに対応するために日銀の低金利路線は当然、維持が難しくなる。日本版トラスショックを否定する材料の1つである「政府利払い費÷GDP」が英国よりも低いという事実も、低金利政策の維持が前提であり、それが崩れつつあるのが現状という目線は持つべきである。

要するに、企業部門が「日本ではなく海外で稼ぐ」という方向に舵を切ったその時から、日本の対外経済部門の形は変わったのであり、それが今に連なる円安そして金利上昇の根底にあるというのが筆者の認識である。日本版トラスショックが早々に到来する危機だと煽るつもりはない。しかし、今後そのようなことが起きるとすれば、2010年前後から見られた日本企業の行動変容があったことがきっと指摘されるのではないかと。いずれにせよ、これまで確認したように、過去に安心材料として持ち出されていた論点が必ずしも通用しなくなっているのは事実である。その事実から目を背けた経済政策が加速するようであれば、日本版トラスショックを懸念する論調が継続的な円売りを促すはずである。

◆ ユーロ相場の見通し～ローテーション期待の行方～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～守られそうなベースシナリオ～》

ベースシナリオの蓋然性高まる

7月のECB政策理事会は8会合ぶりに利下げを見送った。現状維持はちょうど1年前（2024年7月）の会合以来である。6月会合で「良い立ち位置（a good position）」にあることを強調した上で利下げの連続性が否定されており、宣言通りの決断と言える。現在の預金ファシリティ金利水準である2.00%はECBの中立金利推計（1.75～

ECBスタッフ見通し(2025年6月時点)

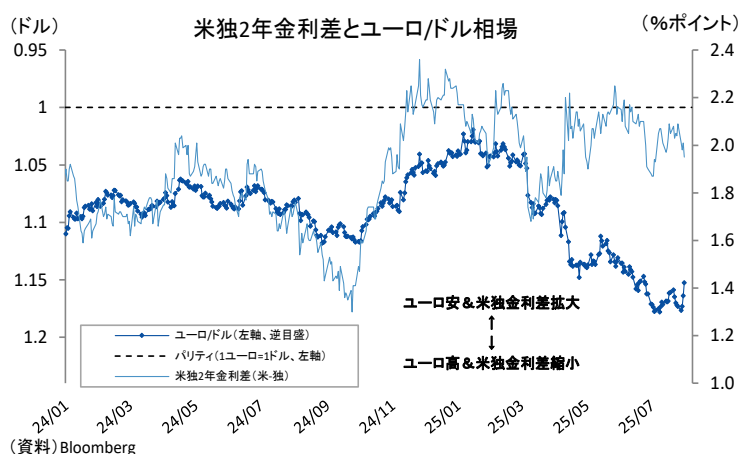
	2025年6月時点 (%、前年比)			前回予測からの変化 (%ポイント)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
2025年6月時点の基本シナリオ						
実質GDP	0.9	1.1	1.3	0	-0.1	0
ユーロ圏消費者物価指数（HICP）	2	1.6	2	-0.3	-0.3	0
コアHICP	2.4	1.9	1.9	0.2	-0.1	0
リスクシナリオ(mild)						
実質GDP	1.2	1.5	1.4	0.3	0.3	0.1
ユーロ圏消費者物価指数（HICP）	2	1.7	2.1	-0.3	-0.2	0.1
リスクシナリオ(severe)						
実質GDP	0.5	0.7	1.1	-0.4	-0.5	-0.2
ユーロ圏消費者物価指数（HICP）	2	1.5	1.8	-0.3	-0.4	-0.2

(資料)ECB

2.25%)の midpoint であり、その意味でのラガルド ECB 総裁の述べる「良い立ち位置」は今後も続きそうである。記者会見ではあくまで関税交渉を踏まえながら「データ次第で会合ごとに判断していく」と従来説明を繰り返しており、全体として新味は感じられなかった。しかし、7月24日の会合直後となる27日、米EU交渉は相互関税15%と従前懸念されていた30%の半分に設定されることが決まっている。これは6月のスタッフ見通しで示された3つのシナリオ（base、mild、severe）のうち、ベースシナリオに近いものであるため、当面の政策判断（大幅利下げ不要）に大きな影響を与えることはないだろう。

守られそうなベースシナリオ

現状、ECBの青写真は「中立金利を大きく割り込むことなく域内経済の浮揚を図る」というものであり、市場期待もこれに寄り添っている。7月の米EU交渉妥結を経て、「年内利下げはなし」が支配的となっているが、これは合意直後ゆへの期待形成であり、8月以降、6000億ドルの対米投資スキームの詳細なども把握しなければ何とも言えまい。現時点の本欄では予測期間中にと 1 回程度の利下げは想定するものの、いずれにせよ中立金利未滿への



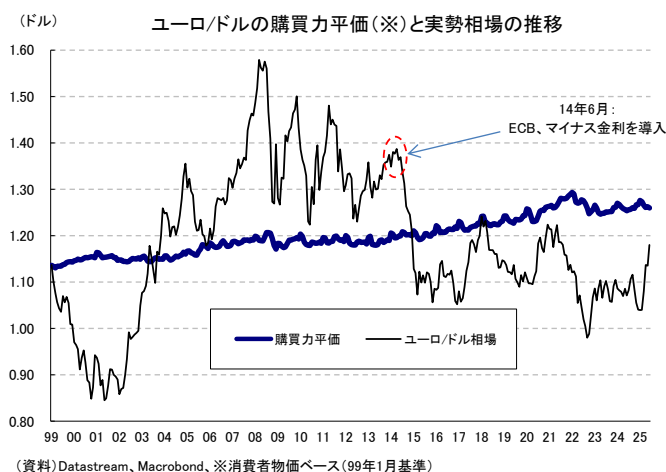
の利下げが回避されそうなことで、年初来のユーロ高基調も概ね維持される公算は大きいという点が重要だろう。7月にはトランプ大統領が「強いドル」への関心を口にする場面も見られるなど、一時期ほど「ドルの基軸通貨性」への疑義がドル売り・ユーロ買いを焚きつけるような状況ではないが、依然として米欧金利差から肯定できないほどのユーロ高は持続している。年初来の上昇基調を当然視するのは危ういとしても、再び1.10を割り込んで定着するような局面は予測期間中、想定が難しいように思える。現状ではラガルド総裁が会見で「過去数か月間、我々が苦戦してきたディスインフレーションサイクルは、実質的に

終結した」と述べていることもあり、基本的に利下げの連続性は期待すべきではない。これに対して、時期の特定は難しいものの、予測期間中における FRB の「次の一手」が利下げであることは概ね確実視されている。域内金利の先高観を前提としてユーロ相場の堅調に構えておくというのが本欄の想定である。

《ユーロ相場の現状と展望について～ローテーション期待の行方～》

物価・需給・金利で考えるユーロ/ドル

7 月のユーロ相場は一時、対ドルでは 1.18 付近と年初来高値圏まで強含んだ。その後、若干騰勢は落ち着いているものの、「ドルの基軸通貨性」に疑義が漂う中、「構造的なユーロ買い」が定着するのかどうかは予測期間を超えて注目される論点である。ちなみに購買力平価（PPP、消費者物価指数、1999 年基準）の観点からは概ね 1.26 付近が示唆される状況にあり、1.18 まで上昇しても▲6%程度の過小評価ということになる（図）。消費者物価指数についてはユーロ圏が米国を劣後する時代が長らく続

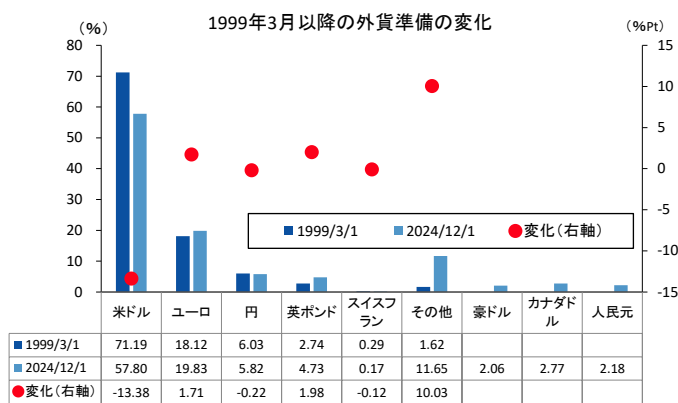
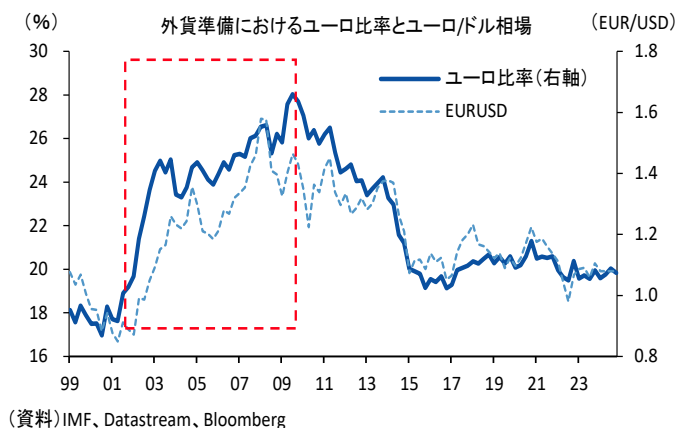


いていることもあり、ユーロ/ドルの PPP も発足以来、緩やかに押し上げられる状況が続いている。その上でユーロ圏はドイツを主軸として世界最大の経常黒字圏でもあり、（日本と違って）その実態はほぼ全て貿易黒字から構成されているため、アウトライトのユーロ買いも恒常的に発生するという特徴がある。ユーロ/ドル相場は「物価、需給の両面からファンダメンタルズが強い通貨であり、それゆえに逃避通貨になれる素質がある」というのが拙著「欧州リスク 日本化・円化・日銀化」（東洋経済新報社、2014 年）の趣旨でもあった。最近の相場つきを踏まえると、そのような基本認識が現状には当てはまりそうである。

しかし、相対的なデフレーションと盤石な需給というファンダメンタルズを抱えながらユーロ/ドル相場は長らく低迷が続いてきた。これはひとえに 2014 年以降、マイナス金利政策が常態化し、それが解除された後も欧米金利差に照らせばユーロの投資妙味が劣後する状況が続いてきたからであった。右図に示すように、2014 年 6 月にマイナス金利政策を導入し、これが定着する運営に突入して以降、ユーロ/ドル相場は恒常的に PPP および 1.20 を割り込むようになった。ウクライナ戦争直後は資源価格高騰からドイツの貿易収支が赤字寸前まで追い込まれるなど需給面での脆弱性も広がったため、パリティ（1 ユーロ＝1 ドル）割れにも至ったが、その後は足許に至るまで復調傾向が続いている。欧米金利差が大して変わっていないにもかかわらず、ユーロ/ドル相場が一方的に上昇しているため、いわゆる「ドルから欧州へのローテーション期待」というのが持ち出される状況にある。これは一考に値する指摘ではあり、関連指標の継続的なウォッチが必要な論点と考えられる。

ユーロフォリア時代との違い

歴史を振り返れば、ユーロ/ドル相場の史上最高値は 1.604（2008 年 9 月 30 日）とより高い水準にある。1999 年の導入以来、ほぼ一本調子で上がり続け、2005 年から 2008 年までは一段と加速した。この時期、筆者はちょうど欧州委員会に在籍していたが、当時は「ユーロ (euro)」と「高揚感 (euphoria)」を合わせた「ユーロフォリア (europhoria)」なる造語が飛び交った時代であり、「第二の基軸通貨としてのユーロ」を語る論調が跋扈していた。その意味でドルとの代替可能性が期待される現在と似た空気を感じるが、当時はそれを期待させるだけの数字があった。図 (上) は世界の外貨準備におけるユーロ比率とユーロ/ドル相場の動きを重ねたものだ。点線四角で囲った時代がユーロフォリアと呼ばれた時代であり、実際に世界の外貨準備に占めるユーロ比率は 28% まで上昇していた。その後、この水準は二度と更新されておらず、過去 10 年は概ね 20% 近傍で落ち着いている。現状、第二次トランプ政権の横暴と EU の戦略的自律を複合的に解釈した結果、再び「第二の基軸通貨としてのユーロ」がテーマ化しているものの、価値保蔵手段としてのユーロが存在感を高めているという定量的な証左はまだない。もちろん、ユーロフォリアの時代も 10 年近くかけて、その動きが可視化されたので判断はまだ早い。しかし、ラガルド総裁も 6 月の総裁会見後に述べていたように「ドルが駄目だからユーロが選ばれる」というほど単純な構図ではなく、世界の外貨準備運用はドルからカナダドル、豪ドル、人民元などに分散する最中にあり、運用多様化が 1 つのテーマとなっている（図・下）。この点は過去の本欄でも繰り返し確認してきた事実だ。たかだか半年間の実勢相場が好調だからと言って、「ドルから欧州へのローテーション期待」や「第二の基軸通貨としてのユーロ」を当然視することはできない。



※豪ドル・加ドル・元は99年3月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
(資料) IMF、Datastream

ローテーションやユーロの基軸通貨性は息の長いテーマ

ユーロフォリアの時代と現在の違いはあくまでトランプ政権の横暴という「敵失」が発端になってユーロが評価されているということであり、ユーロフォリア時代のように欧州に対する前のめりの期待が存在するわけではない。現状、金融市場から好感されている欧州再軍備計画も半ばトランプ政権に強いられる話であり、その詳細はまだ詰まっていない。過去の本欄でも繰り返し取り議論したようにパンデミックからの復興計画や欧州再軍備計画に付随する共同債発行計画は EU 最後にして最大の課題である財政統合を乗り越えるかどうかという目線から評価されるものだ。その意味で漠然とした熱に浮かされた

だけのユーロフォリア時代よりは地に足が着いた期待を背負っているとも言える。とはいえ、その成果が直ぐに見えてくるほど簡単な話ではなく、恐らく実勢相場におけるユーロ上昇は **FRB** の利下げ停止やトランプ関税撤廃などを受けて都度、揺り戻しには直面するだろう。その時、金融市場は「ドルから欧州へのローテーション期待」や「第二の基軸通貨としてのユーロ」といったテーマをきっと忘れてしまうだろうが、そうなった時も水面下で外貨準備比率や対米証券投資統計 (TIC) に変化が続いているのかどうかを監視することが重要な分析姿勢になってくるだろう。

国際為替部
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。