

ともに挑む。ともに実る。



# 中期為替相場見通し

2025 年 10 月 29 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～リフレ期待と円安相場～

日本の財政・金融政策の現状と展望～粘着的なリフレ期待～	P.3
為替市場の現状と展望～ドル安と一蓮托生の円安～	P.4
日本政治の現状と展望～欧州化する日本政局～	P.6
円相場の需給環境について～近づくサービス赤字の決壊～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～円売り原資は潤沢か？～	P.12

### ◆ ユーロ相場の見通し～史上最高値を更新した対円相場の先行き～

ユーロ相場の現状と展望について～対円、史上最高値の読み方～	P.15
ユーロ圏政治の現状と展望について～フランスリスクはユーロリスクになるのか？～	P.16

## 【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

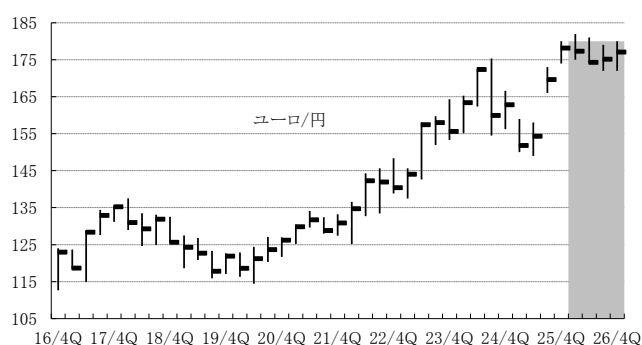
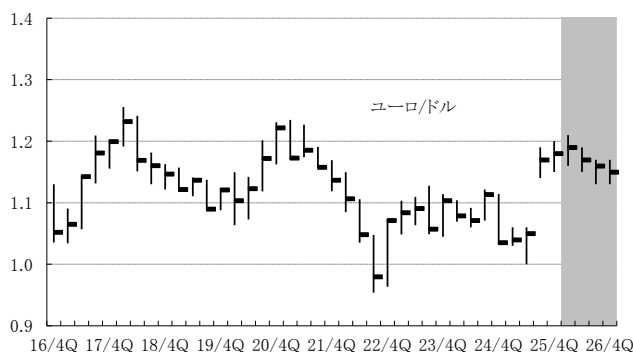
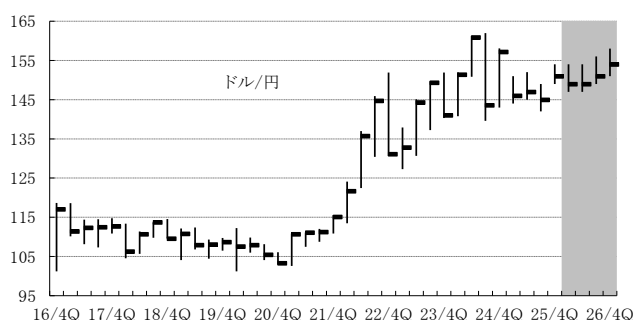
10月のドル/円相場は続伸した。ひとえに高市政権誕生とこれに伴うリフレ期待の高まりを受けた動きである。本稿執筆時点で高市政権の経済政策について確たる情報発信はなく、期待主導の相場つきという危うさも感じるが、やはり円安圧力の根強さは否定しかねるものがある。名目実効為替相場(NEER)で見た場合、円は4月下旬をピークに下落基調にあるため、高市トレードだけで万事を説明できるような状況にはない。過去半年間では円金利上昇も争点化していたことを思えば、真偽はさておき、日本の財政リスクを理由とした円売りという側面も否めない。また、欧米ローテーションをテーマとしてユーロを筆頭とする欧州通貨が上昇した経緯を踏まえると、対米依存度への向き合い方も材料視されている可能性はある。米国からの戦略的自立を図ろうとする欧州と、半ば米国と一蓮托生を決め込んでいる日本の立ち位置は対照的。「米国と一蓮托生」という事実を踏まえると、円はドル売りの相手方として買われないどころか、ドルとセットで売られる対象にもなり得るだろう。年初来のNEERに関し、ドルと円の動きが酷似している背景を熟慮する必要があるように思える。日本の家計金融資産はインフレ最適へと舵を切り始めたばかりであり、国内からの円売り余力はまだ潤沢にあるという事実も直視したい。

片や、10月のユーロ相場は上値の重い動きが続いた。フランス政局の混乱など域内固有の悪材料が浮上しているものの、それだけでユーロ相場そのものが動揺する展開には至っておらず、基本的にはドル安相場の裏側で堅調が持続している。対円では連日、史上最高値を更新しているものの、それ自体がユーロへの前向きな評価を意味しているわけではなく、あくまで欧米ローテーションと円全面安が重なった結果であり2000年代に見られたユーロフォリアの熱狂とは異なる。ユーロ/ドルの購買力平価(PPP)は1.27付近であり、物価尺度で見ればユーロの過小評価が続いている。本当に「ユーロの基軸通貨性」が改善に向かい、米国から欧州、とりわけユーロ圏への大きなローテーションが続くことを当然視するのであれば、PPPまでの上昇はあっても不思議ではないのだろう。仮にユーロ/ドル相場がPPPの示唆する1.30付近で、ドル/円相場が150～155円という現行水準だとすれば、ユーロ/円相場は200円も視野に入る。名目の水準それ自体に本質的な意味はないことを知った上でこれまでとは異なる世界観で相場を見る姿勢も要求されそうだ。もっとも、予測期間中に限って言えば、フランスを中心として政局リスクがユーロリスクと同一視されるような展開に至ることは警戒すべきである。

## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1～10月(実績)	11～12月期	2026年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	139.89 ～ 158.88 (151.60)	149 ～ 154 (151)	147 ～ 154 (149)	147 ～ 154 (149)	149 ～ 156 (151)	151 ～ 158 (154)
ユーロ/ドル	1.0125 ～ 1.1918 (1.1655)	1.15 ～ 1.20 (1.18)	1.16 ～ 1.21 (1.19)	1.15 ～ 1.19 (1.17)	1.13 ～ 1.17 (1.16)	1.13 ～ 1.17 (1.15)
ユーロ/円	155.63 ～ 178.23 (176.70)	174 ～ 180 (178)	175 ～ 182 (177)	174 ～ 181 (174)	172 ～ 179 (175)	172 ～ 180 (177)

(注) 1. 実績の欄は10月29日までで、カッコ内は10月29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～リフレ期待と円安相場～

### 《日本の財政・金融政策の現状と展望～粘着的なリフレ期待～》

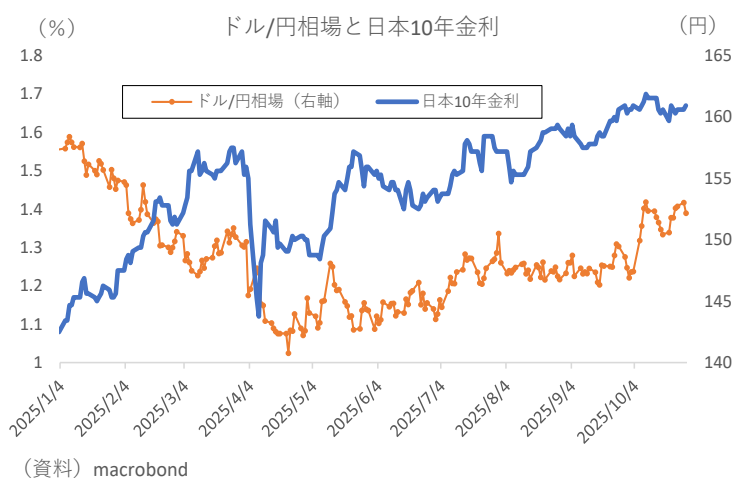
#### リフレ政策へのブレーキは限定的か

10月21日、衆参両院の本会議で自民党の高市早苗総裁が第104代首相に指名された。女性の首相就任は初めてとなる。既報の通り、今後は自民・維新連合として政権運営が始まることになる。就任後、政局不透明感の払しょくを理由として日経平均株価は公明党の連立離脱（や米国の地銀不安）で暴落した分を全て取り戻しているが、円安や円金利上昇が加速しているわけではない。あくまで副総裁として麻生氏が睨みを利かせ、鈴木前財務大臣が幹事長に就くなど従前予想された通り「麻生派による良識的なブレーキ」が作用している様子は見受けられる。

もっとも、10月4日の自民党総裁選で高市氏が選出されたことを受けて発生した円安・金利上昇が巻き戻っているわけではない（図）。「高市政権＝リフレ政策＝円安・金利上昇」という期待は本稿執筆時点では依然色濃い。麻生派や維新の存在がリフレ政策のブレーキになるという見方はある程度正しそうだが、あくまで「ある程度」という受け止めが有力だ。民主党政権から第二次安倍政権への交代が起きた時ほど極端なマクロ経済政策の修正は起きそうにないものの、「維新との連立で高市カラーは抑制される」という思惑もそれほど強いものにはなっていないようだ。高市政権の第一印象として、リフレ期待が粘着的なものになっていると感じる。

これは両党の合意文書からも読み取れる。合意文書では財政政策の基本姿勢について「責任ある積極財政に基づく効果的な官民の投資拡大を進めつつ、肥大化する非効率な政府の在り方の見直しを通じた歳出改革を徹底することによって、社会の課題を解決することを目指す」と明記されている。これは自民党（高市総裁）の「責任ある積極財政」と維新の「非効率な政府の在り方の見直しを通じた歳出改革を徹底」を結合させた急造の文章という印象が拭えない。政権が窮地に追い込まれれば、世論を懐柔する目的から給付や減税といった目先の財政拡張に傾斜する恐れは十分あるだろう。その際、維新がそれを跳ねつけるほど財政健全化に強い思いを抱いているのか。確信は持てない。それは事後的にしか判定できないはずだが、「“効果的な投資”だから良い」という方便で拡張財政に踏み込まれる可能性も否定できない。

そもそも少数与党ゆえに政策選択の自由度も狭小である。自民・維新連合でも衆議院では465議席中231議席、参議院では248議席中120議席を押さえるにとどまっており、それぞれ過半数まで2議席、5議席不足している。首班指名がそうだったように、無所属議員を取り込めた場合に限って、ぎりぎりの意思決定が可能になるという厳しい戦況は続く。結局、法案を通す過程で野党の要求を取り込み、気づけば放漫財政を強いられるという展開に至る公算は大きいと言わざるを得ない。だからこそ、10月4日以降、円安や金利上昇は大きく修正されていないのではないのか。



## 片山財務大臣への期待について

片山さつき氏の財務大臣就任を円高材料と捉える向きもある。確かに、片山氏の過去の発言を踏まえると、そのような解釈は分からなくもない。例えば今年 3 月、自民党金融調査会長として受けたロイターとのインタビューにおいて片山氏は為替市場について以下のように発言していた：

- 120 円台の時期が長かったので、120 円から 130 円、120 円台が実力との見方が多い
- 物価高の沈静化に向け円高進行が望ましい
- (円高方向への誘導手段として) 為替介入はきっかけにはなるが、長期的には効果があまり大きくないので、根本的な対策が必要

さすがに「120 円台の時期が長かったから 120 円台が実力」は暴論であり、恐らく片山氏の本当の問題意識とは乖離がある（インタビューでは把握できていない部分がある）と察する。しかし、物価高対策としての円高の有用性や円安抑止策としての円買い介入の限界性を認める発言からは片山氏が決してリフレ思想に傾倒した人物ではないことを裏付けているように思える。

では、為替介入の効果を限定的として、その必要性を指摘する「根本的な対策」とは何か。当該インタビューでは少額投資非課税制度（NISA）の税制優遇拡充案として高齢者が日本株を長期保有した場合に相続税を一部免除する案などに言及があり、「日本株を長期保有することのメリットをつくっていきたい」と明言している。いわゆる、NISA 運用において国内資産に対する優先枠を設定することで海外資産購入に伴う円売りを抑制する案が想起されるが、果たして円安抑制の文脈でこの案を口にしたのかどうかは定かではない。関連の続報を期待して待ちたい論点である。

こうした過去の情報発信に基づき、潜在的なリフレ期待が根強い高市政権において、片山財務大臣が少なくとも円安相場をけん制する「壁」になるのかどうかは注目されそうである。しかし、話はそこまで単純ではないだろう。昨年、神田前財務官主催の懇談会が耳目を引いたように、国際収支構造の変容は日本経済が直面する重要な事実の 1 つであり、それに付随する副作用の 1 つが「外貨稼得能力の低下」だったはずである。そのような事実が円安の底流にあるとすれば、通貨・金融政策の方向性を修正した程度で、言い換えれば、財務大臣が交代した程度で状況を打開できるほど円安相場の根は浅いものではない。本欄では財務大臣人事をもって見通しの水準や方向性を修正することまでは考えていない。現に、10 月末に行われたベッセント財務長官との会談において円高方向への振れは発生したものの、流れを変えるには至っていない。為替は最終的には需給であり、為政者が交代だけで決定打にはなりづらい。

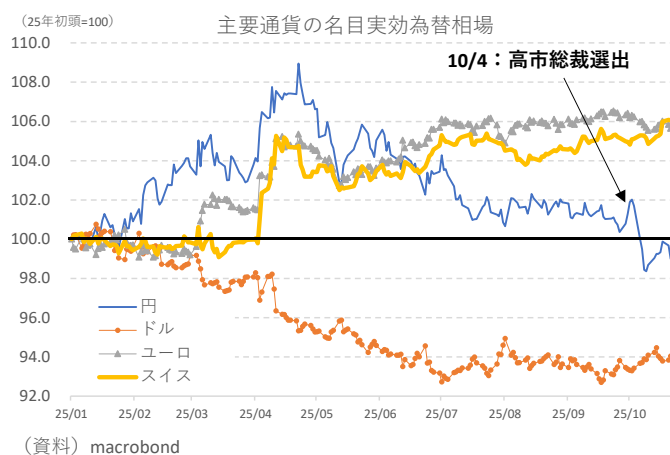
## 《為替市場の現状と展望～ドル安と一蓮托生の円安～》

### 遂に NEER は年初来下落へ

高市総裁誕生以降に始まった株高・円安・金利上昇の流れは継続しているものの、ドル/円相場に関しては言えば昨年 7 月につけた 162 円付近、年初の 159 円付近と比較して円高・ドル安水準にある。よって、大きな円高地合いにはなっていないものの「2022 年 3 月に始まった円安局面は一服している」という印象を持つ向きもあるかもしれない。しかし、これは全くの誤りである。確かに、本稿執筆時点のドル/円相場は 153 円付近であり、これは年初来で見れば円高・ドル安ということになる。

しかし、名目実効為替相場（NEER）を見た場合、円は 10 月 4 日の自民党総裁選を境として年初来で

下落に転じている。もっとも、下落に転じたのは10月に入ってからだが、ピークは4月につけており、それ以降は下落基調が続いてきた。後掲図に示すように、「解放の日」を受けたドル全面安が始まった直後の4月下旬にかけては円のNEERも急騰しており、この際、「いよいよ過去3年にわたる円安局面の巻き戻しが始まる」という期待感にはわかに強まっていたと記憶する。筆者が従前唱えてきた構造的な円安という見立てに対し、疑義を含め多くの照会を頂戴したのもこの時期だ。しかし、その



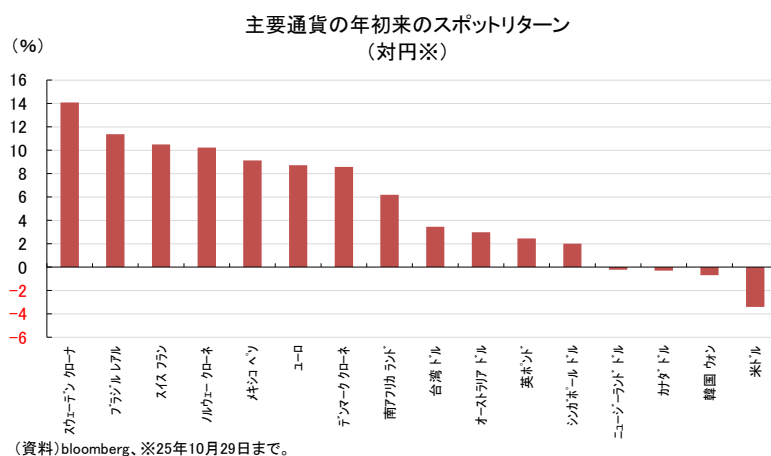
後、トランプ関税を巡る各種摩擦が終息するにしたがって（＝いわゆるTACO相場が強まる動きに従って）円のNEERは下落に転じ、今夏を通じてほぼ年初来で横ばいで推移した。ここで注意すべき事実がある。確かに、TACO相場によりドル安が反転した（ドル高へ振れた）という側面はあったかもしれないが、4月以降の日本では円金利の上昇も注目を集めてきた。

円安相場が再起動した背景として「TACO相場によって元の円安地合いに戻った」という米国側の視点だけでは不十分であり、「日本の財政リスクが意識されるようになった」という日本側の視点に立った解釈も一定程度気にしたいところだ。真偽や緊急性は脇に置いたとしても、海外市場参加者を中心にそのような思惑が円売りを駆動した疑いを完全に否定することは難しい。

### 「米国と一蓮托生を決め込んでいる」

前掲図に示すように、ドルのNEERは年初来で▲6%近くと大幅な下落に晒されている。こうした動きが「ドルの基軸通貨性」が動揺した結果であることは過去の本欄でも繰り返し議論してきた。片や、ユーロやスイスフランはその論点を逆手に取った欧米資金ローテーションという大義によって値が押し上げられてきたこともやはり繰り返し論じてきた通りだ。円と欧州通貨はドル安相場に「乗れなかった通貨」と「乗れた通貨」という意味で対照的である。この違いは何に起因しているのだろうか。

理由は1つではないだろうが、対米依存度への向き合い方の違いと見ることもできないだろうか。本欄では繰り返し論じているように、欧州は米国からの軍事的自立に向けて歩みを始め、その原資として新たな安全資産であるEU共同債の発行にも積極性を見せ始めている。本当に「ドル離れ」が世界で起きているのだとすれば、「米国から緩やかな離脱を志向している」という事実はドル売りの相手方



として当該通貨が買われる理由になり得る。同時に、「米国と一蓮托生を決め込んでいる」という事実は



ドル売りの相手方として買われないどころか、ドルとセットで売られる理由になり得る。ほぼ米国政府の意思通りに巨額の対米投資を行うことに合意し、安全保障面で米国と不可分である日本の円はドルと一緒に避けたい存在になっても不思議ではない。近年、東アジアの地政学的な不安定と共に「米国と一蓮托生にならざるを得ない」という日本の立場は鮮明である。前頁図の NEER を見る限り、欧米ローテーションという解釈で欧州通貨が押し上げられる一方、「米国と一蓮托生を決め込んでいる」という解釈で円が押し下げられているという読み方は不可能ではない。前頁図に示す通り、円がまとまった幅で年初来の上昇幅を確保できている通貨はドルだけであり、基本的には全面安である。言うまでもなく NEER は主要貿易相手国の通貨に対する加重平均であるから、これが下落している以上、円建て輸入物価指数も必然的に押し上げられやすい。日本では為替と言えどドル/円相場の議論に終始しがちであるものの、本当に重要な現象として「ドルとセットで円も避けられている」という視点も併せ持つべきではないか。

## 《日本政治の現状と展望～欧州化する日本政局～》

### 欧州化する日本政治

辛うじて船出に漕ぎつけたものの、高市政権が衆参両院ともに過半数に届かない少数与党であることになりはしない。改めて痛感するのが日本政治の欧州化だ。筆者は今年7月、参院選後の自公大敗を受けた際にも「このような光景は2009年に勃発した欧州債務危機以降のユーロ圏で頻繁に見られてきた」と述べ、経済が困窮すれば少数与党・多党連立を背景として政局流動化が常態化する実情を振り返った。周知の通り、近年の欧州主要国

金融危機後の欧州政治の変遷イメージ

時期	特徴	主な現象
～2008年	二大政党制が主流（安定連立 or 単独政権）	CDU & SPD（独）、PDL-PD（イタリア）、PSOE & PP（スペイン）など
2009～2012年	債務危機・緊縮・失業→有権者離反	ポピュリスト政党（イタリアのSYRIZAやM5S、スペインのPodemosなど）
2013～2019年	多党連立化が常態化。左右共闘・大連立・短命政権が頻発。	ドイツの信号連立（SPD+FDP+緑の党）、イタリアのM5S+Lega、スペインのPSOE+Podemos、
2020年代	政党の左右両極化、中道の陥没、多党連立は必須	極右・極左の増長。これに伴う中道の縮小。

（資料）筆者作成

では有権者の支持が従来の主要政党から離れ、新興政党を含む複数政党に分散する傾向が強まっている。自民党一強が揺らぎ、立憲民主党、日本維新の会、国民民主党、参政党などの複数政党が相応の議席数を押さえるに至っている現在の構図は過去15年程度をかけて欧州で慢性化してきた事象だ（図）。

少数与党・多党連立はもはや欧州政治の日常である。そうなり始めた時期は各国ごとに微妙に前後するが、基本的には欧州債務危機の弊害と考えて差し支えない。危機の緊張感がピークに達した2011年以降、大きな国政選挙を経るたびに不安定な状況が顕在化している。政治学の世界には「有効政党数（ENP：Effective Number of Parties）」と呼ばれる指標がある（各党の議席占有率の2乗を合計した値の逆数で算出）。数字が大きいほど議会の分裂度が大きいことを示しており、先行研究では「4を超えれば議会における調整負担が増大し、政権の持続期間も短くなる」という指摘がある。

2000 年以降の欧州主要国と日本の ENP を見ると、やはり欧州債務危機（2009～2013 年頃）を経て急激に上昇が見られ、今や 5 大国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ）全てで 4 を超えている（図）。ちなみに衆議院はともかく、今年 7 月の選挙を経て日本の参議院も 4.5 を突破しており、欧州並

有効政党数（Effective Number of Parties, ENP）

年	ドイツ	イタリア	フランス	スペイン	オランダ	日本
2000年	2.9	2.3	3.1	2.1	4.2	2.6
2005年	3.1	2.5	3.4	2.2	4.6	2.8
2010年	3.3	2.8	4.2	2.5	5.4	3.1
2015年	3.6	3.7	5	4	5.9	3.4
2020年	3.9	4.3	5.2	4.5	6.2	3.6
2023年	4	4.4	4.9	4.5	6.3	3.6

（資料）Comparative Political Data Set（CPDS）※経験則に照らせば4を超えると調整負荷が顕著に増大するとの研究が見られている

みの分裂度に至っている。結果、自民党の数的優位が見込めない中、信条を曲げてまで連立する誘因はないという公明党の判断は必然である（実際は連立先として維新の名前が挙がっていたことも、同党と折り合いの悪い公明党の態度を硬化させたと考えられる）。

### 欧州は債務危機の緊縮で、日本は円安によるインフレ税で

例えばイタリアは短命政権が続く国として有名である。2011 年にベルルスコーニ政権が崩壊して以降、その流動性は一段と高まり、2011 年から現在に至るまで 7 人の首相と 8 つの内閣が乱立している。ベルルスコーニ政権崩壊直後に発足したモンティ内閣は首相自身を含め国会議員を 1 名も含まないテクノクラート内閣として発足、その後も主要政党の離合集散が常態化した。国政選挙の節目に限らず首相が交代するケースも珍しくなく、イタリアの成長率低迷の背景として「安定政権を持てず、一貫した政策運営が難しくなっている」との評論は頻繁に見られる。近年の日本にとっても対岸の火事とは言えない。

イタリアの政局不安が極まったのが 2018 年 6 月に誕生した極左政党である五つ星運動（M5S）と極右政党である同盟（Lega）による連立政権だった。正反対の主張を展開する両党を結び付けたのは反 EU およびイタリア第一主義の価値観であった。この政権はわずか 14 か月間で崩壊に至っているが、このような異形の政府がなぜ樹立されたのかは知っておく必要がある。債務危機後、イタリアに限らず南欧諸国は国際金融支援の代償として欧州委員会・ECB・IMF（通称トロイカ）から緊縮財政を強いられた。

具体的には歳出削減や増税を通じて国内経済が抑圧される中、反体制ムードが着実に蓄積していったのである。古今東西、国民生活が困窮する中で行われる国政選挙は既存の支配体制（政府・与党）、外国人、高所得者層などが敵視されやすいが、危機後の欧州では「ブリュッセルやワシントンのエリート支配階層」に対する敵対心が次々と既存の政府を打ち倒していったのである。新政府では極端な政治主張が支持され、特に経済政策では緊縮路線の反動から緩和的な財政政策や金融政策が好まれやすくなる。なお、後述するように、日本は緊縮路線こそ採用していないが、円安を起点とするインフレ「税」が同様の作用をもたらしていると考えられる。

ちなみに 2020 年以降のイタリア政治は安定化しつつある。「1 年続けば良い」と言われた状況から、今や安定的な右派連立政権との評価は高い。これは 2017 年施行の選挙法により各政党が小選挙区で勝利するためには事前連携が必要になったという事情が指摘される。右派はメローニ首相率いる「イタリアの同胞」、同盟（Lega）、フォルツァイタリアがブロックを形成する一方、左派も民主党（PD）と小政党が連携を模索する構図が定着した。従前のように「蓋（選挙結果）を開けるまで分からない」という政治ではなく、予測可能な政党対立が演出されるようになった。



2022 年 9 月総選挙では右派ブロックが勝利を収め、メローニ首相が就任、対 EU や対 NATO での挑戦的な姿勢は抑制され、ブロック内でも安定的な棲み分けが実現できている。今やメローニ首相はトランプ大統領とも良好な関係を築き、欧州の「影の権力者」とも言われつつある。制度的な修正が加わったところへ極端に右傾化した主張を抑制するリーダーが現れたことでようやく安定を手に入れた格好だが、イタリア経済の低迷は基本的に続いており、いずれ矛先が政府・与党に向かう怖さは残っている。

### 欧州が体現した「貧すれば多党化」

話を欧州の政治不安定に戻そう。イタリア以外にもスペイン、ギリシャ、ポルトガルなどの南欧諸国が慢性的な不安定を強いられてきた。恐らく市場参加者が最も痛烈に記憶しているのは 2015 年 7 月、緊縮財政の受諾可否を国民投票にかけたギリシャかもしれない。メルケル前独首相は自伝「自由（下巻）」の中でその直前に行われた電話会談を「政治家として行ったあらゆる電話会談の中で、最も驚愕した瞬間」と形容している。当時のギリシャでは過去数年にわたって金融支援と引き換えに繰り返し緊縮路線を求められ、国民のトロイカに対する憎悪が蓄積していた。その怒りが頂点に達した結果が国民投票であり、ユーロ離脱可否を賭けた挑戦とも言われていた。

欧州債務危機と言えば、イタリアやギリシャといった国名が直ぐに挙がりやすいが、スペインも長らく続いた二大政党制（中道左派の PSOE＝社会労働党と中道右派の PP＝国民党）が欧州債務危機を経て完全に崩壊した国であり、現左派連合（ポデモスを含む SUMAR）や極右政党（VOX）が旧来勢力に割って入るようになった。危機の影響が一巡した後の 2015 年総選挙ではいずれの政党も多数派を形成できず、政権が発足しないまま 2016 年には再選挙に至った。現在のサンチェス政権（PSOE＋SUMAR）も一部野党の閣外協力に依存する脆弱な少数連立政権である。目下、高市総裁率いる自民党もこの路線を強いられそうな雰囲気は強い。

ちなみにオーストリアやフィンランドのような財政面で優等生と思われた加盟国も政局流動化は例外ではなく、それぞれ右派勢力が増長し、連立上の工夫を要する事態にある。それだけではない。周知の通り、今やドイツ・フランスの 2 大国でも 2 大政党（ドイツは CDU と SPD、フランスは共和党と社会党）だけで政権樹立は難しくなっており、ともに極右政党（AfD と RN）に世論の支持を食われている。これは欧州債務危機を経た反 EU 機運も一因だが、2015 年 9 月のメルケル政権による無制限難民受け入れを経て、逆に排外的思想が強まったことも影響している。オーストリアの右傾化はその典型である。EU やその中心にいるドイツ政府の思想信条が反発を生んだのだった。

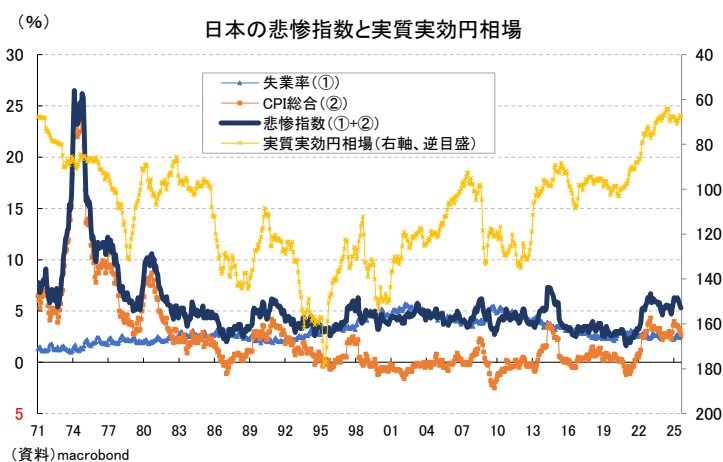
細かな例を挙げればきりが無いものの、欧州債務危機は単なる経済・金融情勢の危機ではなく、欧州政治システムを 2 大政党型から多党分断型に構造転換させる分岐点になったと言える。債務危機の傷が癒える前にメルケル政権による野放図な難民受け入れが行われたことで一段と世論が不安定化したという理解も加えて持っておきたいところだ。理由はどうあれ「貧すれば多党化」を体現してきたのが過去 15 年程度の欧州政治である。

### 多党化の原因：欧州は債務危機、日本は円安

「貧すれば多党化」は日本にも当てはまる。欧州政治が流動化するトリガーが欧州債務危機だったとすれば、日本政治にとってのそれは円安なのではないか。正確には「円安を通じたインフレ税」と考えられる。欧州債務危機で域内に不満が蓄積したのは緊縮政策ゆえであり、それは歳出削減や増税の結果であ

った。日本で緊縮政策が取られているわけではないが、それを忌避し続けた結果が通貨安経由のインフレ「税」であり、結局、国民は緊縮政策（増税）と近い体験を強いられているという理解はどうか。

近年、日本の悲慘指数が歴史的円安を起点として押し上げられていることと、政局流動化は無関係ではあるまい（図）。もちろん、右傾化した主張が受け入れられやすくなり、政治が不安定化している背景にはインバウンド需要の拡大に伴って日本人との摩擦が生じていることも寄与しているかもしれない。しかし、これも煎じ詰めれば円安の結果である。円安やこれに伴うインフレは経済における優勝劣敗を徹底する現象である。インフレで押し上げられる名目成長率に応じて資産価格も相応の上昇を経験するのだとすれば、それを「持っ者」と「持たない者」の間で格差は必然的に拡大する。政治的には「中間層の埋没」問題として語られる現象に直結し、極端な政治主張を展開するインセンティブになる。



### 「政局流動化」は「需給構造」に次ぐ円売り要因

しかし、欧州と日本で決定的に違う事実もある。それは通貨の脆弱性である。現状、ユーロ圏は政治が流動化しても世界最大の貿易黒字圏であり、第二次トランプ政権発足以降は欧米ローテーションのテーマが手伝って域内への旺盛な資金流入が期待される状況にある。2009～12年は南欧諸国のユーロ離脱が断続的に懸念されたからこそユーロ相場も大きく崩れたが、むしろ現在は米国からの戦略的自立を念頭に団結が志向されており、経済・金融的には財政統合の進展を期待したユーロ買いすら指摘される状況にある。現に、ドイツやフランスといったコア国の政局不安定が伝えられる中でもユーロ相場は堅調である。しかも、ECBは最近まで利下げ局面にあり、インフレよりもデフレーションを懸念する立場にあった。政局流動化が懸念されても通貨安やこれに伴うインフレ、金利上昇に悩むような状況にないことは不幸中の幸いだろう。これに対し、日本は元々通貨安、インフレ、金利上昇が懸念されている状況に政局流動化が重なっており、金融市場が動揺しやすい条件が揃っている。

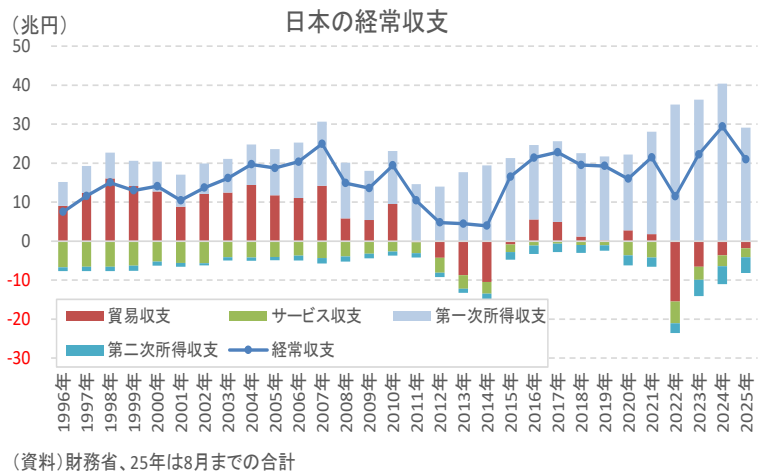
まとめると2010年代のユーロ圏経済は「債務危機を起点とする政局流動化」で通貨安や金利上昇に直面しやすかった。これに対して日本は「円安を起点とする政局流動化」でさらなる円安や金利上昇が強いられる未来を懸念する状況にある。日本のインフレ率は既に欧米を恒常的に上回っており、見通せる将来においてもせいぜい互角と言ったところだろう。30年間、インフレとは無縁だったゆえに、多くの日本の家計はまだ金融資産構成がインフレに対して脆弱なまま放置されている。当面はそのような層を中心として財政・金融政策の拡大路線が安直に求められやすいと考えられる。

しかし、インフレにマクロ経済政策の拡張を割り当てればさらにインフレは焚きつけられ、悪循環に陥る。物価尺度に照らせば、デフレ通貨は上昇し、インフレ通貨は下落する。「需給構造の変化」に次ぐ円安要因として「政局流動化」が円安要因になりつつあるのではないかと。政治危機が債券や通貨の不安を煽る展開になるとすれば、それはかつてのユーロ圏を彷彿とさせる状況である。

## 《円相場の需給環境について～近づくサービス赤字の決壊～》

### 25 年の経常黒字、過去最高へ

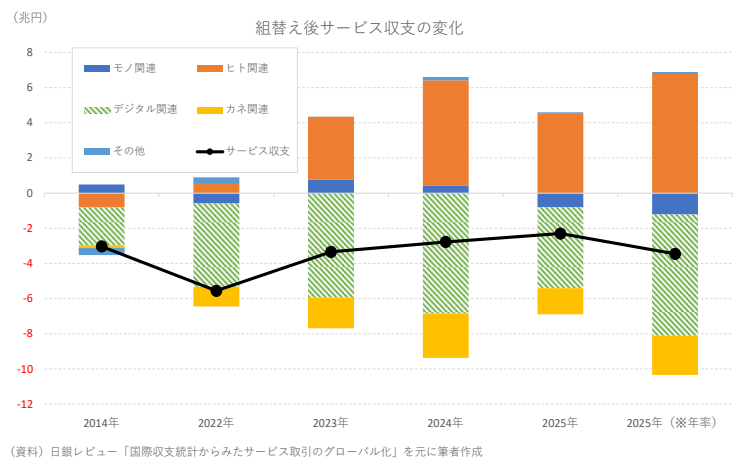
10 月のドル/円相場は 150 円台で安定的に推移している。これまでも論じてきたように、「本邦の政局流動化」への懸念が拡張的なマクロ経済政策への期待を促し、円売りを焚きつけている側面も否めないが、引き続き筆者は「国際収支構造の変容」に象徴される需給構造が円売り超過に傾斜していることを円安要因として重く見る立場である。政治・経済両面から、円が「買いにくい通貨」と化しているのが客観的な実情であろう。本稿執筆



筆時点では8月分までの国際収支統計が公表されているため、需給の近況を整理しておきたい。1～8月合計に関し、経常収支は+20兆9581億円と前年同期（+20兆6720億円）を上回るペースにある。つまり、今年は過去最高だった2024年実績（+29兆3718億円）を再び更新する勢いにある。それでも円安が解消されないのだから、やはり考えるべき問題は内外金利差の拡大・縮小に応じた為替レートの強弱ではなく需給構造に応じた為替レートの強弱だろう。

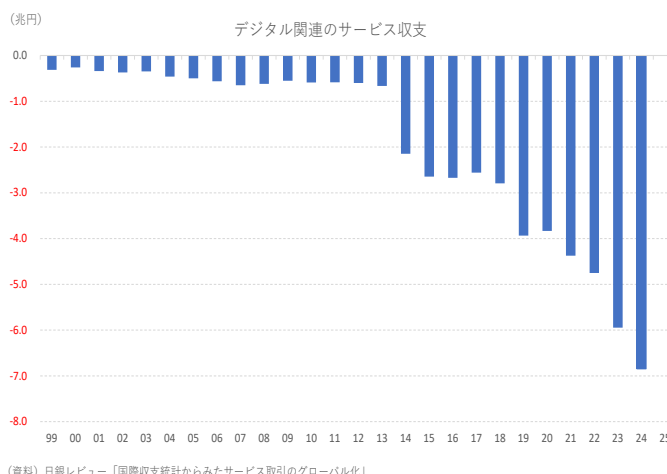
### いずれ決壊が不可避となるサービス収支

なお、本欄では長期的に経常収支全体の姿を規定するだろう項目としてサービス収支に着目してきた。日本の人口動態が縮小し続けるという中長期的な視点に立てば、サービス収支において「デジタル赤字の拡大」を「旅行収支黒字の拡大」で打ち返せなくなる時期は必ず到来する。10月は観光庁から9月分の訪日客数が公表されており、1月からの累計が過去最速で3000万人を突破したことが大々的に報じられた。記事では「高額品の売れ行きには息切れ感



もあり、インバウンド消費は「質より量」に向かう懸念」と指摘されていたが、そもそも量を追求し続けられるという保証もない。あくまで労働集約的な観光産業を主軸に黒字（外貨）を稼ごうとする旅行収支は人手不足が前提条件となる日本経済では必ず頭打ちになる。もちろん、人手不足で「量（≒訪日客数）」が頭打ちになったところで「質（≒1人当たり消費額）」の引き上げに切り替える戦略はある程度可能であり、その点で黒字の拡大・維持はまだ希望が抱ける。しかし、巨大プラットフォームに支払うデジタル赤字はあくまで資本集約的な産業であり、これに従事する労働者の名目賃金に合わせて順次、「質（≒単価）」が引き上げられており、今後もその流れは変わらないだろう。

動画や音楽の定額配信サービス、クラウドストレージ、オフィス 365 のようなソフトウェアなど、半ば経済活動のインフラと化しているサービスの単価は毎年少しずつ引き上げられても誰も拒否できない。今年 1～8 月合計のサービス収支は▲2 兆 3024 億円の赤字であり、年率化すれば▲3 兆 4536 億円と昨年対比拡大するイメージになる。前掲図が示す通り、現時点ではまだデジタル関連の赤字（年率で約▲6.9 兆円）をヒト関連の黒字（年率で約+6.8 兆円）で概ね打ち返せる状況にあり（ちなみにデ



ジタル関連黒字もヒト関連黒字も過去最大)、再保険支払いなどを含むカネ関連収支に応じた赤字（年率で約▲2.2 兆円）が残る構図にある。しかし、繰り返し述べるように、この構図はいずれ決壊する。デジタル赤字をヒト関連黒字で押し返せなくなる X デーとも言えるべきタイミングを過ぎてしまえば、サービス収支赤字が堰を切ったように拡大する局面に入る。

## 貿易サービス赤字▲10 兆円時代へ

過去の本欄でも論じたように、筆者は 2030 年代のうちにデジタル赤字主導でサービス収支赤字が慢性的に▲10 兆円台に到達するのではないかと考えている。最新の数字を元に標準・楽観・悲観の 3 シナリオを検討にすると、2030 年のサービス赤字はそれぞれ約▲3 兆円、約▲6 兆円、約▲8 兆円、2035 年まで伸ばせば約▲5 兆円、約▲15 兆円、約▲20 兆円といった着地になる。標準シナリオで考えても 2030 年代前半には▲10 兆円台への定着が視野に入る。

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	-3.7	-2.8	-6.4	-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

これは貿易収支が黒字に戻らない限り、貿易サービス収支が必ず▲10 兆円よりも大きな赤字を記録するという世界線を意味する。過去、貿易サービス収支赤字が▲10 兆円台を超えたのは 3 年間（2013 年、2014 年、2022 年）のみであり、いずれも大幅な円安を経験した年だった。その意味するところが円安相場であることに議論の余地はない。現在よりも未来に目を向けた議論を展開した場合、サービス収支で起きている変化の胎動は決して見逃せないものである。今後 5 年程度は旅行収支黒字の孤軍奮闘もあって▲10 兆円台に乗ることはないだろう。しかし、赤字方向に決壊が予見されるサービス収支の存在を踏まえれば、少なくとも需給面から中長期的な円相場の展望をどちらの方向に予想すべきなのかはもはや自明ではないか。

## 《メインシナリオへのリスク点検～円売り原資は潤沢か？～》

## 円の現預金は遂に 50%割れ目前に

10 月のドル/円相場は高市政権発足を契機として 150 円台に復帰し、値固めに入りそうな雰囲気も感じられている。政権発足と共にリフレ政策への期待は根強く、今後もリスク資産を中心として価格が押し上げられそうである。この点、2025 年 6 月末時点の資金循環統計（速報）は興味深い内容を示しているので紹介しておきたい。今回は「解放の日」以降で初となる家計部門の金融資産構成の状況である。既報の通り、家計の金融資産残高は 2239 兆円と過去最高を更新している（図）。四半世紀前（2000 年 6 月末）と比較すると、金融資産自体は約+838 兆円増加しており、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+740.1 兆円、後者が約+96.9 兆円と圧倒的に前者でけん引されたことが分かる。

本邦家計部門の金融資産構成(2025年6月末)			本邦家計部門の金融資産構成(2000年6月末)			2000年6月末から2025年6月末にかけての変化	
	金額(兆円)	構成比(%)		金額(兆円)	構成比(%)	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,238.7	100.0	総資産	1,401.1	100.0	837.6	
外貨性	111.6	5.0	外貨性	14.7	1.0	96.9	3.9
外貨預金	7.3	0.3	外貨預金	3.5	0.2	3.8	0.1
対外証券投資	40.5	1.8	対外証券投資	5.0	0.4	35.5	1.5
投資信託	63.8	2.8	投資信託	6.2	0.4	57.6	2.4
円貨性	2,127.2	95.017	円貨性	1,387.1	98.997	740.1	▲ 3.98
現預金(外貨預金を除く)	1,119.0	50.0	現預金(外貨預金を除く)	747.6	53.4	371.4	▲ 3.4
国債等	33.1	1.5	国債等	49.1	3.5	▲ 16.0	▲ 2.0
株式・出資金	294.3	13.1	株式・出資金	131.8	9.4	162.4	3.7
投資信託(外貨部分を除く)	81.6	3.6	投資信託(外貨部分を除く)	50.6	3.6	31.0	0.0
保険・年金・定型保証	566.1	25.3	保険・年金・定型保証	371.9	26.5	194.2	▲ 1.3
預け金など	33.2	1.5	預け金など	36.1	2.6	▲ 2.9	▲ 1.1

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

もっとも、総資産全体に占める構成比で見れば、外貨性資産（筆者試算）は 1.0%から 5.0%へ 5 倍以上に上昇する一方、円貨性資産は 99.0%から 95.0%へ▲4.0%ポイント低下しているという点も注目したい。外貨性資産が 5%台に乗ったのは初めてだ。なお、統計作成上、外貨建て生命保険が含まれている円貨性資産の保険・年金・定型保証は約 566.1 兆円と全体の 25%を占めている。この 5%部分でも外貨だとすれば、外貨性資産比率は 6%を超え、10%部分と仮定すれば 7.5%まで上昇する。過去にも繰り返し論じているが、「日本の家計金融資産の 10%程度は外貨」というイメージは持っておきたいところだ。なお、外貨建て資産の増勢は主に投資信託にけん引されたものであり過去四半世紀で約 6.2 兆円から約 63.8 兆円へ金額で 10 倍に膨らみ、全体に占める構成比では 0.4%から 2.8%へ 4 倍に膨らんでいる。新 NISA 稼働に相まってオルカンに象徴される世界株式に低コストで投資できるエントリー商品が家計部門の現預金を引きつけたのは間違いない。なお、取引コストの低下によって増えたのは対外証券投資も同様であり、過去四半世紀において外貨建ての対外証券投資は 5.0 兆円から 40.5 兆円へ金額にして 8 倍、全体に占める構成比で 0.4%から 2.8%へ 4 倍に膨らんでいる。

ちなみに個別項目では四半世紀で構成比率の上昇幅が最も大きかったのは円貨性資産における株式・出資金（+3.7%ポイント）だ。2025 年 6 月末時点では 13.1%と初の 13%台に乗せ、過去最高を更新している（次頁図）。既報の通り、その後も日経平均株価指数は断続的に過去最高値を更新しているため、次回（9 月末時点、12 月公表予定）データも比率が続伸している可能性は高い。かねて論じているように、デフレ最適からインフレ最適にポートフォリオの入れ替えが行われている状況にあり、従前ではリ

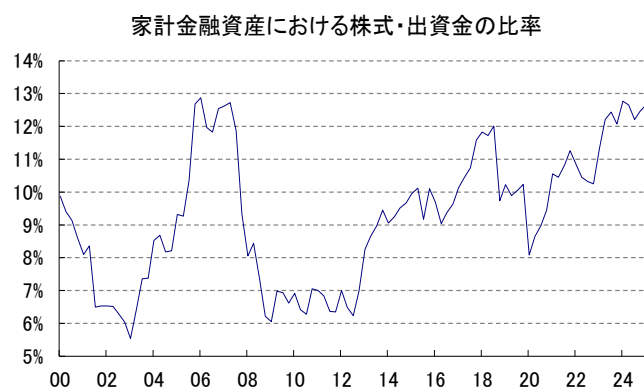


スク資産と考えられていた外貨建て資産や株式・出資金が資産防衛のツールと見なされている実情が透ける。こうした中、最も下落幅が大きかった項目は円貨性資産の現預金で 53.4%から 50.0%へ▲3.4%ポイントも落ちている。日本の家計金融資産に関しては「半分が円の現預金」という構図が象徴的に語られてきたものだが、いよいよそれも変わろうとしている。もちろん、インフレに脆弱な資産である国債も 3.5%から 1.5%へ▲

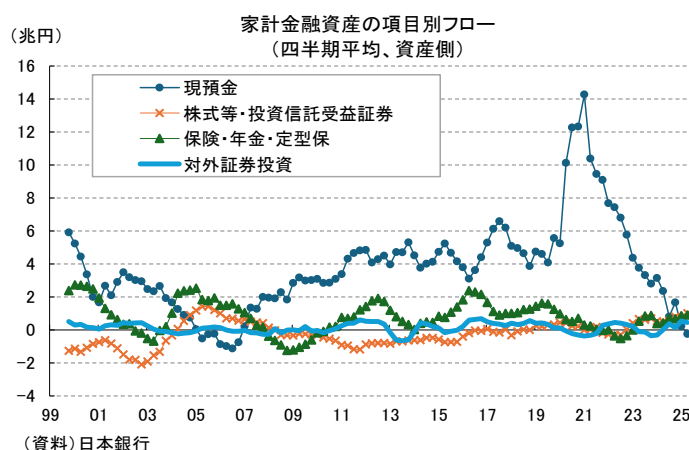
2.0%ポイントも低下し、水準では外貨建ての対外証券投資とほぼ変わらないイメージになってきている。過去の本欄でも確認したように、NISA 口座のシェア変化を踏まえる限り、これらの動きは 30～50 代の現役世代がけん引していそうであり、ある程度、持続性を伴った動きと考えておきたい。

### フローが示す価値観の変化

なお、以上はストックベースで見た家計部門の金融資産動向である。これに対しフローベースで見たものが図だ。本欄では定期的に、四半世紀で起きたストックベースの変化を確認しているが、同期間の推移をフローベースで確認すると変化はより顕著に把握できる。ストックベースの議論で確認したように「半分が円の現預金」という状況は変わりつつあるが、この事実はフローベースで見るとより鮮明である。フローベース（過去 4 四半期平均）で見た円の現預



(資料) 日本銀行



(資料) 日本銀行

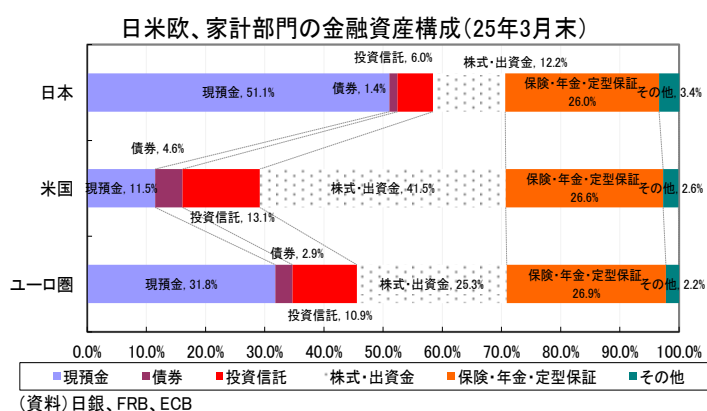
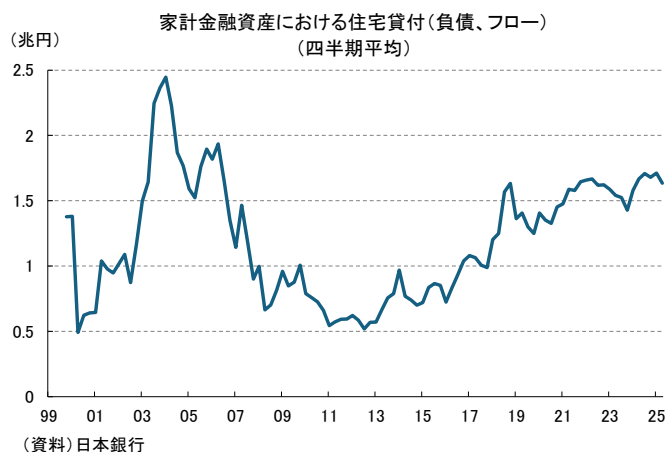
金は 2021 年 3 月末を境として経験の無い落ち込みに直面しており、遂に 2025 年 6 月末は前期比で▲246 億円と流出に転じている。流出は 2006 年 12 月末以来、実に 18 年半 (74 四半期) ぶりである。当時は 2005 年 6 月末から 2006 年 12 月末まで 1 年半 (6 四半期) にわたって現預金から流出が続いていたが、これは 2005 年 4 月のペイオフ凍結全面解除 (解禁) という特殊な理由を受けた動きだった。ペイオフ解禁に伴い決済用預金以外の普通預金および定期性預金の全額保護が解除され、破綻時の保護は 1 金融機関当たり預金者 1 人につき 1000 万円 (+利息) までに制限された。現預金の相対的な安全性が低下した結果、他の資産クラス (株や保険など) に分散が発生したのは必然の帰結である。

もっとも、2005～2007 年は円安バブルとも称された時代であり、薄型テレビを筆頭として日本の輸出製造業が世界を席巻した最後の時代でもあった。そのため株価上昇の恩恵も期待できる時代背景も預金からの資金流出を促した側面はある程度はあったと思われる。



## 投資原資はまだ潤沢？

しかし、今次局面における現預金からの資金流出はそうした制度変更と資産運用環境の複合効果を受けた現象とは明らかに異なる。インフレの常態化により「運用としての投資」ではなく「防衛としての投資」の必要性が意識される中、外貨、株式、投資信託が選ばれているのであり、同じ文脈で不動産の取得意欲も高まっている（右図・上）。なお、2002年から2003年にかけての急増は統計改訂による住宅ローン区分の明確化・再分類、フラット35の導入などが寄与しており、現在の増勢とはやはり比較できない。こうした動きの持続性を検討するにあたっては、減ったとはいえ、依然50%を占める円の現預金が投資原資として注目される。元より円の現預金が過半を占めているという構図は欧米対比でユニークな状態である（右図・下）。2025年3月末時点の家計金融資産に占める現預金比率は米国で11.5%と特別低いが、ユーロ圏全体でも31.8%と日本よりかなり低い。現状、日本のインフレ率は米国やユーロ圏よりも恒常的に高いという事実を踏まえれば、リスク資産への資金シフトは当面継続しても不思議ではないだろう。円相場にとっては当面のダウンサイドリスクとして「貯蓄から投資」の趨勢を見守ることになる。

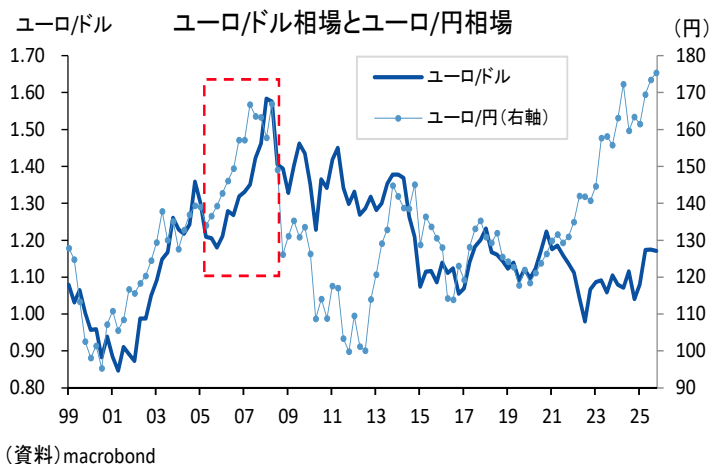


## ◆ ユーロ相場の見通し～史上最高値を更新した対円相場の先行き～

## 《ユーロ相場の現状と展望について～対円、史上最高値の読み方～》

## ユーロ/円高値更新は単なる円安の副産物

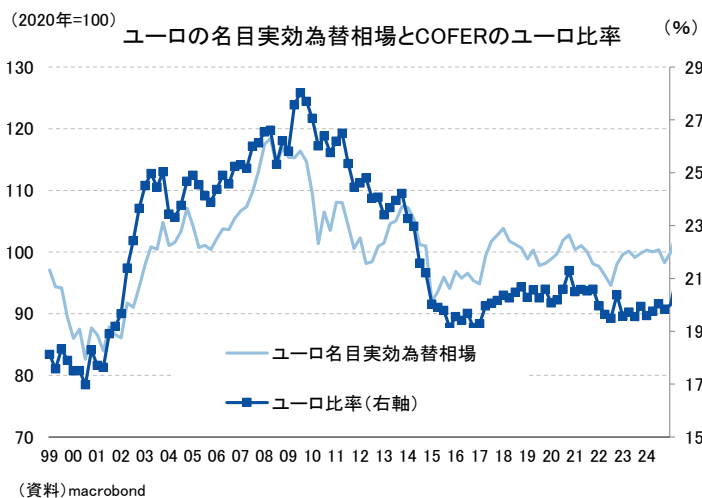
10月の為替市場ではユーロ/円相場が178.23円と史上最高値を更新した。前月の本欄で掘り下げたように、春先以降の為替市場では「ドルの基軸通貨性」が毀損する裏側で「ユーロの基軸通貨性」が高まるとの期待も漂っており、ユーロ/円相場の高値更新を受けて2000～09年に次ぐユーロフォリアの時代が到来する可能性を勘繰る向きも出てくるかもしれない。しかし、当時と現在では事情が異なる。当時のユーロ相場は対ドル、対円、双方に対して急騰していたが、今回は対



(資料) macrobond

円での上昇に限定されている。ユーロ/円相場の高値更新は円安の副産物であり、それ以上でも以下でもない。言い換えれば、ユーロ相場が評価された上での高値更新ではない。

ユーロ導入直後の10年間は各加盟国の対独スプレッドが著しく縮小し、南欧諸国を中心に低金利と強い通貨を謳歌するという局面を迎えた。この時代に過度な消費・投資が刺激され、後の欧州債務危機に繋がっていったのである（後掲図）。実際にそれが発生するまでは「ドルの代替としてのユーロ」という文脈でユーロ全面高が進み、対ドルでは1.604（2008年9月30日）、対円では169.97円（2008年9月30日）という当時としては史上最高値をつけた。対円での高値は既に2024年9月に更新され、10月にもさらに更新されたわけだが、



(資料) macrobond

対ドルでの最高値にはまだ程遠い。ちなみに、2009年9月末には世界の外貨準備に占めるユーロ比率は28.03%まで高まっている。これも現在（2025年6月末時点で21.13%）とはかなり乖離がある。

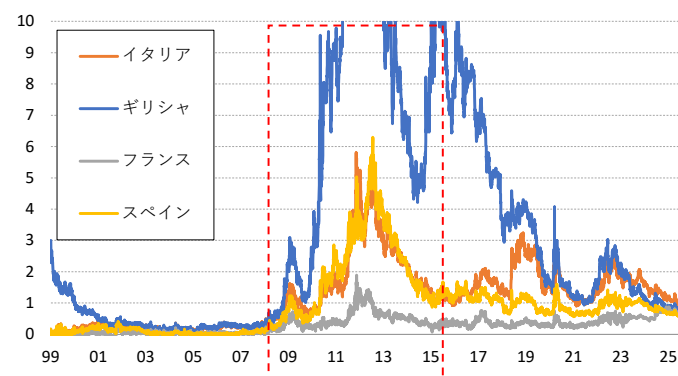
繰り返しになるが、ユーロ/円相場の高値更新は円安の副産物であってユーロ相場が特筆されるような強さを帯びているわけではない。

## ユーロ/ドル相場がPPPまで上がった場合、ユーロ/円相場は190円台

ただし、前月の本欄でも論じたように「ユーロの基軸通貨性」は超長期的に期待が集まるテーマである。例えば、ユーロフォリアの時代に縮小した対独スプレッドは欧州債務危機を経て大幅に拡大、足許では再び縮小に向かっている（次頁図）。繰り返し本欄でも議論を重ねている点だが、こうした域内債券市場の動きは欧州再軍備計画に伴う共同債発行への期待の裏返しという解釈は興味深いものである。「ユーロ

「ユーロの基軸通貨性」に期待が寄せられる中、今後、IMF の外貨準備構成通貨 (COFER) データ上でユーロ比率が高まるとすれば、対ドルでの騰勢も期待されるだろう。そもそも恒常的にユーロ圏のインフレ率が米国のそれを下回っているためユーロ/ドル相場の購買力平価 (PPP) は徐々に切り上がっているという現実がある。ちなみに 2025 年 8 月時点の PPP は 1.27 付近だ。図に示すように、2014 年 6 月に ECB が (日銀よりも早く) マイナス金利政策を導入して以降、ユーロ/ドル相場は恒常的に 1.20 を割り込んできた。これは米国対比で劣後するユーロ圏の成長率ゆえに、政策金利上、「米国>ユーロ圏」の構図が常態化し、ドル買い・ユーロ売りが常に先行してきた結果でもある。しかし、その格差 (欧米金利差) も目下、急速に縮小しているのは周知の通りだ。現在の ECB と FRB の政策姿勢の差を踏まえる限り、両通貨の金利差を当て込んだユーロ買いは当面強まって不思議ではない。仮に欧州再軍備計画を通じて安全保障面

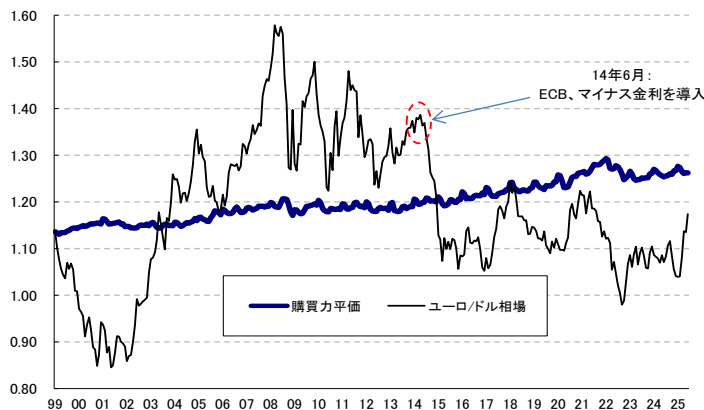
(ポイント) ユーロ圏主要国の対独スプレッド (10年)



(資料)macrobond

欧州債務危機

(ドル) ユーロ/ドルの購買力平価(※)と実勢相場の推移



(資料)Datastream, Macrobond、※消費者物価ベース(99年1月基準)

での自立性が高まり、その資金調達も共同債で工面するようになれば域内の安全資産も充実し、国際資金フローの受け皿となり得る。軍事的自立と安全資産不足はユーロに欠けていた 2 大論点だからだ。

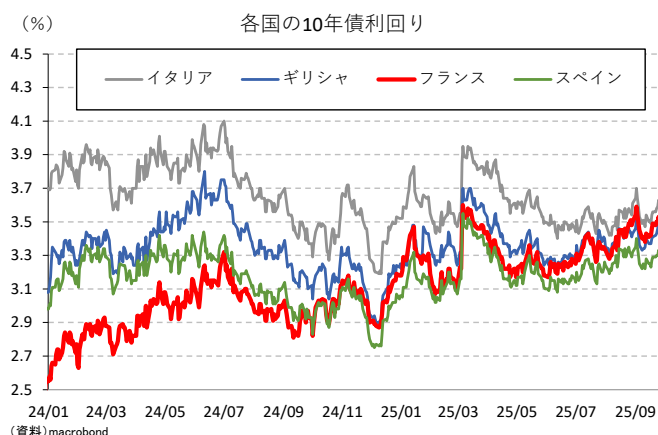
仮に、米国から欧州、とりわけユーロ圏への大きなローテーションを前提とした場合、まずは PPP の示唆する 1.30 弱までの騰勢はあっても不思議ではない。ドル/円相場が本稿執筆時点の 153 円付近とした場合、ユーロ/ドル相場が 1.30 になるとユーロ/円相場は 198 円付近ということになる。175~180 円といった水準はあくまで円安により実現している水準であり、ドルと比較した上で「ユーロの基軸通貨性」に見直しが入るのだとすれば、さらなる上値を視野に入れた議論が必要になる。

## 《ユーロ圏政治の現状と展望について～フランスリスクはユーロリスクになるのか?～》

新政権は組閣 14 時間で辞任

10 月 7 日、9 月上旬に就任したばかりのルコルニュ仏首相が辞任した。少数与党ゆえの非力さから来年度予算案や閣僚人事について議会の意見を集約できず倒れた格好である。ルコルニュ首相は辞表提出後の演説で「どの政党も議会で過半数を持っているかのように振る舞い続けている」と述べ、分裂議会の制御について匙を投げた格好である。ちなみにルコルニュ首相は、マクロン大統領が 2017 年に就任して以降で 7 人目、過去 2 年間では 5 人目の首相だった (後述するように、紆余曲折を経て、ルコルニュ政権はまだ続いてはいるが)。文字通り、フランス政局は流動化しており、同国国債への風当たりは日々強

まっている。10 年債利回りに関し、今やフランスはイタリアを上回る勢いにあり、スペインそしてギリシャよりも恒常的に高い（図）。政局不安が一向に収まらず、財政状態が悪化の一途を辿るフランス国債への目線は厳しい。まず、10 月 5 日、ルコルニュ首相は満を持して閣僚人事を発表した。しかし、人事案について与野党から支持を引き出せず、実に組閣から 14 時間で内閣総辞職という異例の事態に追い込まれた格好である。とりわけ現在の財政危機を招いたと批判さ



れるルメール元財務相を国防相に指名したことについて野党から不満を買い、所信表明演説後に内閣不信任案を提出する意向が示されていた。その他閣僚人事についても左派色の強さから身内の中道右派・共和党などから批判が重なっていた。具体的な政策論でも意見集約が叶わなかった。ルコルニュ首相はバイル前首相の掲げた「祝日 2 日廃止による景気刺激」は撤回したほか、富裕層を念頭に置いた金融資産課税の創設や高所得者への一時課税など左派的な政策でも譲歩したが、社会党が強く要求する超富裕層への資産課税導入や年金改革の棚上げは拒んだ。

与党・極右・左派が三つ巴となる議会において政策の一致点を見出すのはどの政党、どの首相であれ容易ではなく、後述するように、現状打破に対する妙手は今のところ見当たらない。

## 常にちらつく総選挙

上記の段階で今後考えられる展開は 4 つあった。それはマクロン大統領が①自分に近い候補者を任命する、②野党（例えば社会党）から任命して議会を制御する、③テクノクラート（専門家・非政治的）内閣を組成するといった 3 パターンだ。これらが難しいと判断された場合、2 年連続で④解散・総選挙に踏み切るという選択肢も視野に入っていた。辞任表明後、フランスのテレビ番組に出演したルコルニュ首相は、「(マクロン氏大統領は) 48 時間以内に首相を指名できる状況にある」と述べていたため、①の濃厚になると思われた。しかし、なんとマクロン大統領はルコルニュ首相を再指名し、内政掌握をアピールする道を選んでいる。なんのことはないこれまでの繰り返しである。任命と辞任を繰り返す中、明らかにマクロン大統領の求心力は低下しており、勝算の無い任命を繰り返しても時間稼ぎにしかなるまい。

実際、フランス世論は④を求めているため、その展開は今後も念頭に置きながら情勢を見守ることになる。この場合はマクロン政権を支える中道勢力が議席を失う一方、懸案の極右勢力が議席を増やす可能性がある。記憶に新しいように、1 年前、マクロン大統領は解散総選挙の賭けに失敗している。2024 年 6 月の欧州議会選挙で極右・国民連合 (RN) が躍進したことを念頭に置き、国民議会（下院）解散・総選挙に踏み切った上で政権基盤の強化を図った。しかし、結果的に中道勢力である与党連合が大敗を喫し、RN がさらに増長してしまった。厳密には 1 回目投票で RN が躍進したことを受けて、2 回目投票では中道および左派勢力が候補者を一本化して極右の台頭を封じ込めるというギリギリの展開だった。

しかし、もう 1 度同じことが起こる保証はない。現在の政局流動化を見れば分かるように、中道勢力と左派勢力も一枚岩ではなくなっている。そもそも仮に 1 年前と同じ展開で極右台頭を阻止しても、結

局は三つ巴が温存されるので今と状況はあまり変わらない。結局、いずれの選択肢を取っても、フランスに安定的な政権が誕生するという展開にはなりそうにない。

### 政局流動化は大統領進退、そしてユーロ相場へ及ぶか

上記 4 つの展開が目先に想定されるとしても、5 つ目の選択肢として「マクロン大統領自身が 2027 年の任期満了を前に辞任に追い込まれる」との懸念も残る。同国の制度上、任期途中の仏大統領を議会が辞めさせることは困難だが、大統領自らの決断で退くことは可能である。いよいよフランス政局の混乱がマクロン大統領の首にまで及ぶのか。予測期間中に大統領選挙の前倒しがにわかに争点化する可能性はある。ウクライナ戦争への関与に傾倒するマクロン大統領の退場は欧州の安全保障戦略上も重要な意味を持つ。後任大統領が内向きの政策を展開すれば事態は複雑化するだろう。

その際、注目されるのはユーロ相場への影響である。現状ではフランス政局の混乱はユーロ圏全体の問題とはみなされておらず、だからこそユーロ相場も堅調を保っている。10 月 17 日には S&P が同国国債のソブリン格付けを引き下げ、フランスは 3 大格付け機関のうち 2 社で AA 格を喪失、機械的なファンドの売りが誘発されるに至っている。それでもユーロ相場に際立った影響が出ているわけではない。しかし、今後行きつく展開として RN を基軸とする極右政権や極右大統領の誕生も懸念される状況にある。結果、フランスが欧州委員会と正面衝突するような展開となれば、それはユーロ売り材料に発展する展開も十分考えられる話だ。それ以外に目先の話をすれば EU 加盟国は毎年 10 月 15 日までに翌年度予算案を欧州委員会に提出する義務があったのだが、本稿執筆時点のフランスは結局これに間に合っていない。未提出や遅延があっても具体的な制裁は設けられているものの、提出・受領後に審査され、「SGP (安定成長協定) に反している」と見なされれば、最終的には厳しい改定を強いられる。当面、ルコルニュ政権は欧州委員会と議会の板挟みに追い込まれ、遅延が継続すればヘッドラインも騒ぎ始めるはずである。

その際、フランスリスクがユーロリスクに発展するような展開があり得るのか。ユーロ相場は経済・金融面よりも政治面のリスクの方が無視できない状況になりつつある。

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](mailto: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。