

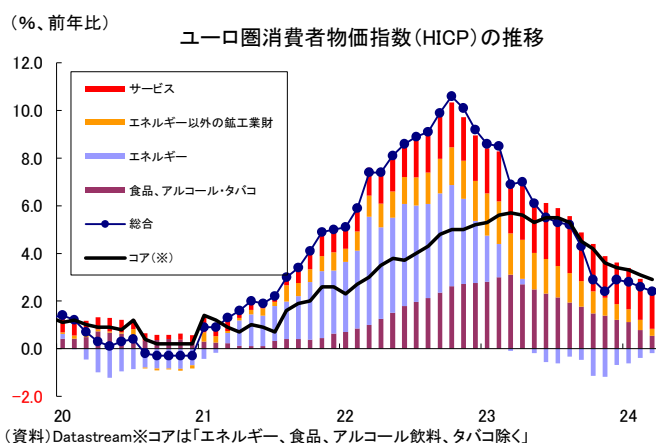
みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 4 日)

ECB は 6 月利下げに向けて第一関門突破

ユーロ圏 3 月消費者物価指数(HICP、速報)はコアベースでも 22 年 2 月以来、25 か月ぶりの低い伸びに。ECB の目論見通り域内のインフレ圧力が基調的にも減速過程にある。もっとも、ECB にはまだ確認しなければならない計数が沢山あり、6 月利下げを既定路線と決め打ちするのは危うい。3 月 HICP の順当な低下は「まずは第一関門を突破」と言ったところ。6 月政策理事会までにはまだ 4 月 HICP(4 月 30 日)、1～3 月期妥結賃金(5 月中下旬)、5 月 HICP(5 月 31 日)と突破すべき関門が控える。特に妥結賃金は ECB の想定と乖離が生まれやすい計数でもあるため、予断を許さない。最近の ECB 高官発言を整理すると、確かに 6 月利下げに対する地均しとも言えるような情報発信は相次いでいるが、重要なのは利下げ着手後の軌道。ラガルド総裁やナーゲル独連銀総裁は利下げの連続性を否定しており、為替の見通し上重要な論点。

～6 月利下げに向け第一関門突破～

昨日、ユーロスタットより公表されたユーロ圏 3 月消費者物価指数(HICP、速報値)は市場予想の中心(前月比+2.5%)を下回り、同+2.4%と昨年 11 月以来、4 か月ぶりの低い伸び幅となった。前月(同+2.6%)からも減速。ちなみに、昨年 11 月は 2021 年 7 月以来、28 か月ぶりの低い伸びで、それ以降、技術的な要因もあって上振れていた経緯がある。また、エネルギー・食品・アルコール飲料・タバコを除くコアベースでは+2.9%とこれ



も市場予想の中心(同+3.0%)を下回っており、2022 年 2 月以来、25 か月ぶりの低い伸びとなる。ECB の目論見通り、域内のインフレ圧力が基調的にも減速過程にあるのは確かだろう(図)。

もっとも、雇用・賃金情勢を筆頭に ECB にはまだ確認しなければならない計数が沢山あるため、6 月利下げを既定路線と決め打ちするのは危うい。3 月 HICP の順当な低下については「まずは第一関門を突破」と言ったところだろう。6 月 6 日の政策理事会までにはまだ 4 月 HICP(4 月 30 日)、1～3 月期妥結賃金(5 月中下旬)、5 月 HICP(5 月 31 日)と突破すべき関門が控えている。特に、1～3 月期妥結賃金は ECB の想定と乖離が生まれやすい計数でもあるため、予断を許さない。3 月会合後の本欄でレビューしたように、ラガルド ECB 総裁の発言を踏まえれば、4 月会合は無風で、6 月会合がライブミーティングという想定が最も無難な予想になるが、確約されるものではない。

～ECB 高官は地均し～

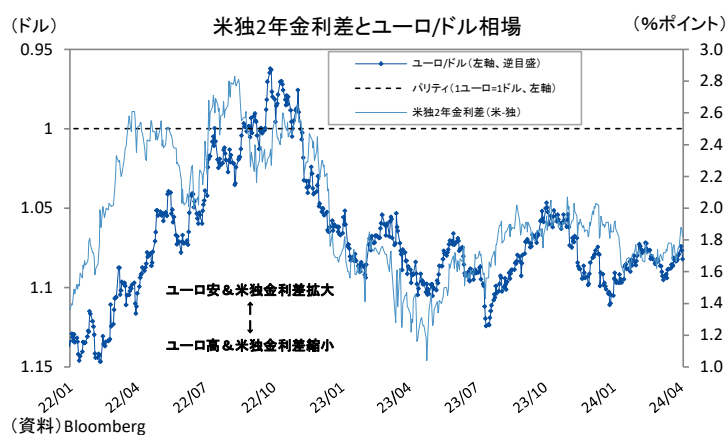
最近の ECB 高官発言を整理すると、確かに 6 月利下げに対する地均しとも言えるような情報発

信は相次いでいる。直近では昨日、ホルツマン・オーストリア中銀総裁が「6月の利下げについて、基本的に異論はない。しかし、より裏付けとなるデータを見たい」と述べ、6月利下げを既定路線としつつ、残りデータを確認する姿勢を明確にしている。その上で「3.00%の中銀預金金利(預金ファシリティ金利)では長期的に引き締め過ぎ」、「インフレ率はECBによる現時点の予想よりも良くなる可能性」などハト派色の強い情報発信も行っている。現在の預金ファシリティ金利(4.00%)を踏まえれば、「4回利下げ(▲25bp×4回)でもまだ高い」という発言が伝統的にタカ派色の強いオーストリア中銀総裁から出てきたことは目を引く。一方、先週3月29日にはビルロウドガロー・仏中銀総裁が「ECBの利下げはFRBとは無関係に春に開始すべき」、「ECBの利下げ開始が4月か6月かは重要ではない」など、やはり6月利下げは当然視するような発言を行っている。基本的には「2～5月で情報を確認して6月で決断する」という点に政策理事会は意見集約されている実情が透ける。

～連続利下げは約束せず～

もっとも、3月20日にはラガルド総裁の「最初の利下げ後も、特定の金利パスを事前に約束することはできないことを意味する」との発言も報じられている。そこから程なくして同22日にはナーゲル・ドイツ連邦銀行総裁がメディアのインタビューに対し「夏季休暇前に」最初の利下げがある可能性に言及しつつ「ある種の自動操縦があるとは考えていない」と述べ、「データ次第であり、今年の残りや恐らく来年も全てが順調に進むとは決まっていない。従ってわれわれは強い警戒感を持ち、慎重であるべき」と続けている。初手としての6月(もしくは7月)利下げはあっても、ワンショットで終わる可能性も無いわけではない。賃金が強いままだとすれば、余計にそのシナリオはあり得る。

こうした利下げにまつわる刹那的なし断続的なイメージはFRBの利下げにも当てはまるものだろう。利上げの時と異なり、「最初の一手が連続性を約束するものではない」という点は為替見通し上、極めて大事なポイントである。「中期為替相場見通し」でも言及した事実だが、結局、予測期間中の欧米金利差が顕著に縮小したり、拡大したりするような展開は考えづらく、互いが断続的な利下げを打ち合う中、ユーロ/ドル相場も膠着感が強まるというのが無難な想定ではないかだろうか。その掛け算として出てくるユーロ/円相場に関しては、円安傾向を反映して、必然的に強含む展開を想定しておきたい。



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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトラディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキープーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～繰り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ～利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の岩」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・～)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～