

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 3 日)

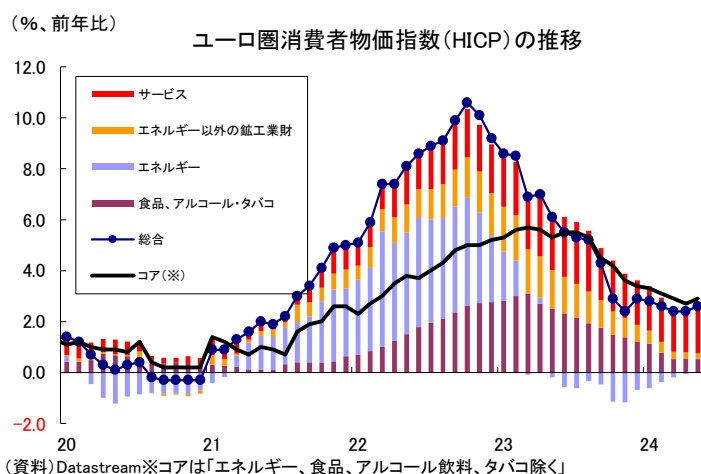
強含む経済指標に囲まれる ECB～ユーロ相場の考え方～

ユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP、速報値)は加速し、市場予想も上回った。インフレ押し上げの大部分はサービスで、昨年来の妥結賃金統計が強いことと平仄が合う。ちなみにエネルギーも 13 か月ぶりにプラスとなっており、これから利下げしたい ECB にとって気持ち悪さの残る内容。もっとも、ECB は賃金が景気鈍化に即応するように減速しないことは問題視しておらず、サービス主導で HICP が上振れたことについては「想定範囲内」と分析している節がある。強い賃金・物価統計が 6 月利下げの妨げになることは無く、また、利下げ路線自体が揺らぐ可能性も非常に低いだろう。注目は 7 月以降の利下げの「有無」ではなく「ペース」。スタッフ見通しが改定されるタイミングで(即ち 3 か月に 1 回というペースで)利下げが進むのかどうか。ユーロ相場は 7 月以降の利下げに対して懐疑的ゆえ欧米金利差は縮小しており、強含んでいる状況。本欄では今後の ECB の情報発信に応じて 9 月利下げが争点化する中、欧米金利差が再拡大に至り、ユーロ/ドル相場が下げ足を早めることを想定している。

～サービスの強さが全体をけん引～

先週 5 月 31 日に発表されたユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP、速報値)は前年比+2.6%と同+2.4%だった 3 月・4 月から加速し、市場予想の中心(同+2.5%)も上回った。変動の大きなエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースも同+2.9%と前月の+2.7%から幅を持って加速し、名目賃金との関連性から特に注目されるサービスも同+3.7%から+4.1%に加速している。この辺りは昨年来の妥結賃金統計が強いことと平仄が合う。

寄与度を見ても+2.6%のうち+1.8%ポイントがサービスであり、基本的には雇用・賃金情勢の逼迫が HICP の押し下げを妨げている状況が分かる。ちなみにサービスの加速は 11 か月ぶりで、図から得られる印象は「底打ち」である。また、今回はエネルギーが同+0.3%と 2023 年 4 月以来、13 か月ぶりにプラスの伸びを確保したことも目を引いた。仮に、ECB が FRB よりも早いペースで利下げする構図が定着した場合、ユーロ安経由で域内のエネルギー価格は騰勢を強めるだろう。全体として、これから利下げしたい ECB にとって気持ち悪さの残る仕上がりだったと言える。

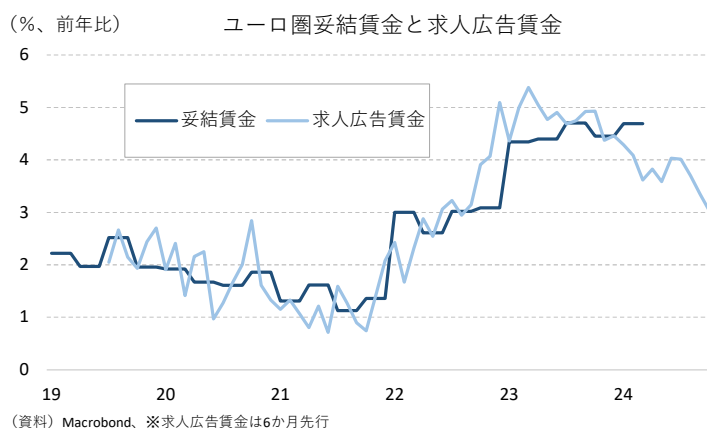


～想定範囲内と抗弁するはず～

もっとも、先週の本欄でも見た通り、ECB は賃金が景気鈍化に即応するように減速しないことは

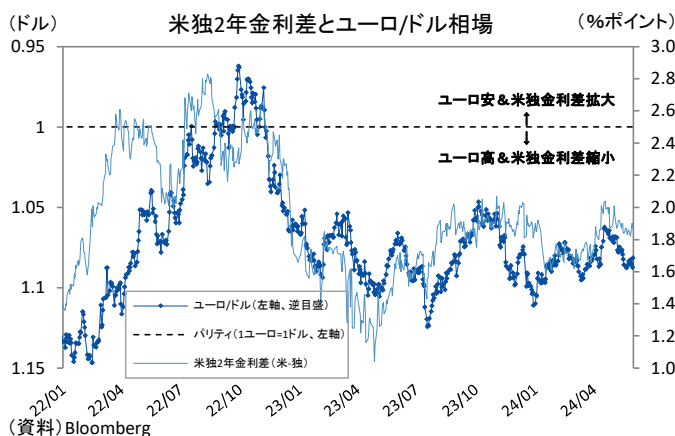
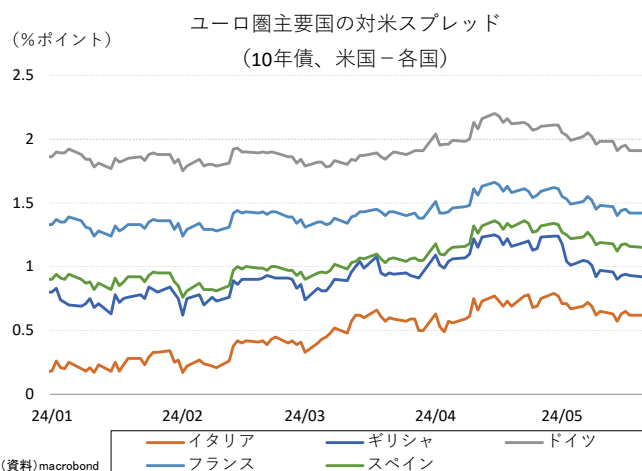
問題視しておらず、サービス主導でHICPが上振れたことについては「想定
の範囲内」と分析している節がある。そ
うした抗弁が予想される中、強い賃金・
物価統計が 6 月利下げの妨げになる
ことは無く、また、利下げ路線自体が
揺らぐ可能性も非常に低いだろう。例
えば、HICP 発表直後、センテノ・ポルト
ガル中銀総裁が「5 月にインフレが若
干加速することはすでに分かっていた。

予想を少し上回る加速だった。大きな乖離ではない」と述べたことが報じられている。恐らくこ
うした姿勢が政策理事会の総意に近いと推測される。注目は 7 月以降の利下げの「有無」ではなく
「ペース」であり、シュナーベル ECB 理事が日経新聞のインタビューで示唆していたように、スタッフ
見通しが改定されるタイミングで(即ち 3 か月に 1 回というペースで)「多くの情報が入手可能になり
判断に至った」との大義と共に利下げがあるのかどうかに注目したい。今のところ、「確認可能な求
人広告から得られる妥結賃金のイメージに沿って利下げは順次可能」進めていけるとというのが ECB
のメインシナリオと思われる(図)。実際、現在の名目賃金ひいてはサービスの騰勢は一時金動向
を受けたもので潮流の変化ではないという ECB の弁は一応の説得力がある。



～ユーロ相場の強さに対する解釈～

為替市場に目をやれば、6 月利下げが確
実視される状況下、なぜユーロ相場が底堅
いのかという照会は足許で多い。ひとえに 7
月以降の利下げが信じるに足り得ないとい
う一点に尽きるだろう。過去 1 か月余り、公表
される主要な経済指標の殆どが予想比で強
いという状況が続いており、「前々からコミット
されてきた 6 月利下げは致し方なしだが、7
月以降は未定」という織り込みが進みつつあ
る。これまで域内金利に関しては、対米金
利差が順調に拡大し、これに応じてユーロ/
ドル相場も軟調地合いにあった。しかし、右
図(上)に示されるように 4 月半ば以降、金
利差拡大は頭打ちとなり、縮小傾向に入っ
ている。FRB 同様、ECB の利下げ路線もか
なり難しいものになるというコンセンサス
の下、域内の債券・為替市場が軟調を強いら
れているのが現状である。現状の織り込み



を見る限り、ECB に関し、「3 か月 1 度の利下げ」は織り込まれておらず、せいぜい年内 2 回(6 月・12 月)というイメージにある。

よって、今後の ECB の情報発信に応じて 9 月利下げが争点化してくれば金融市場にとって新味のある材料ということになるだろう。こうした展開が現実味を帯びるに伴って欧米金利差が再拡大に至り、ユーロ/ドル相場は再び下げ足を早めるというのが現状の「中期為替相場見通し」のメインシナリオである。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
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・外貨共に過去最高日前～
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～「異例の買上げムード」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	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内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～涉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(ソフトランディングと資金減速～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」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織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～外資性資産比率は「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～