

みずほマーケット・トピック(2024年9月11日)

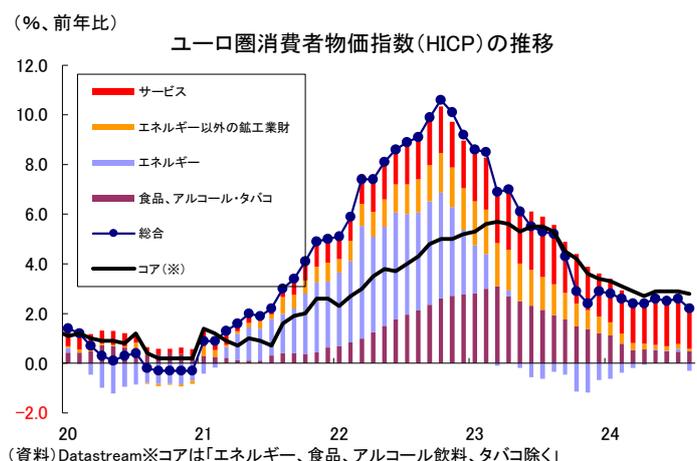
ECB 政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～

明日(9月12日)の日本時間夜には ECB 政策理事会が開催されるので、簡単にプレビューしておきたい。筆者は主要政策金利に関し、預金ファシリティ金利を筆頭として▲25bp の利下げを予想。7月会合から今回会合までの間で特に重要だったのがユーロ圏4～6月期妥結賃金および最新となるユーロ圏8月消費者物価指数(HICP)だろう。前者も後者も減速が顕著であり、9月以降の利下げを正当化する内容だった。年内、あと2回ほどの利下げは既定路線と考えたい。問題は2025年以降の政策運営だ。求人広告賃金が示唆する今後の妥結賃金のイメージは「2024年末から2025年初頭にかけて底打ち」である。年内は労働市場の鈍化を主軸として利下げ路線を邁進できるとしても、年明け以降のトーンが同じかどうかは全く分からない。この点、年明け以降もコンスタントな利下げを織り込んでいる金融市場と期待の乖離が大きいことに注意が必要だろう。筆者は2025年1～3月期には実体経済並びに労働市場の減速が底打ちすることに伴って、利下げ局面が頓挫する展開を予想する。

～ECB、9月利下げに向けて視界良好～

明日(9月12日)の日本時間夜には ECB 政策理事会が開催されるので、簡単にプレビューしておきたい。筆者は主要政策金利に関し、預金ファシリティ金利を筆頭として▲25bp の利下げを予想する。既に明らかになっている7月会合の議事要旨ではチーフエコノミストであるレーン ECB 理事が9月の会合を迎える頃には GDP、1人当たり雇用者報酬、企業の利益率、生産性、2回分(7月分と8月分)のインフレ率、金融指標、経済活動と消費者信頼感に関するタイムリーなソフトデータが入手可能になるため、7月を現状維持とし9月に判断を持ち越すと述べた経緯が示されている。

7月会合から今回会合までの間で特に重要だったのがユーロ圏4～6月期妥結賃金および最新となるユーロ圏8月消費者物価指数(HICP)だろう。過去の本欄でも見たように、ECBの懸案だった労働市場の過熱感は明らかに鎮静化に向かっており、政策理事会の目論見通り、賃金インフレの終息が確認され始めている。8月22日に発表されたユーロ圏4～6月期妥結賃金は前年比+3.55%(以下全て前年比)と2四半期ぶりに伸びの鈍化が確認され、市場予想以上の大幅加速となった1～3月期の+4.74%から明確に鈍化していた。真っ当に考えれば、今後、サービス価格を中心にユーロ圏消費者物価指数(HICP)が低下圧力に直面しそうなことを示唆している。また、8月30日に公表された8月HICP(速報)は+2.2%と前月の+2.6%から上昇率が

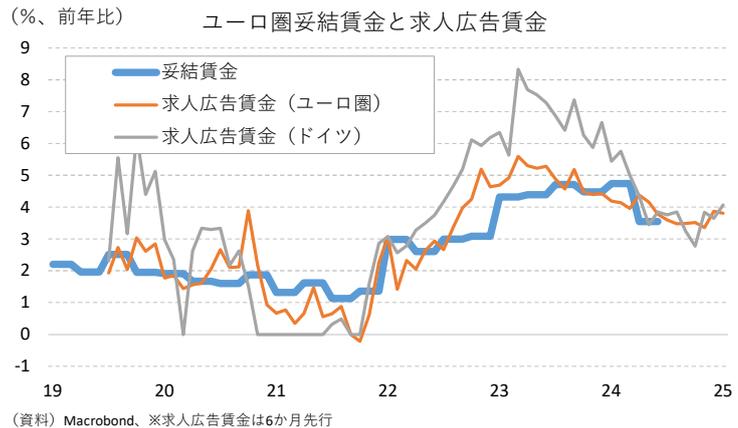


また、8月30日に公表された8月HICP(速報)は+2.2%と前月の+2.6%から上昇率が

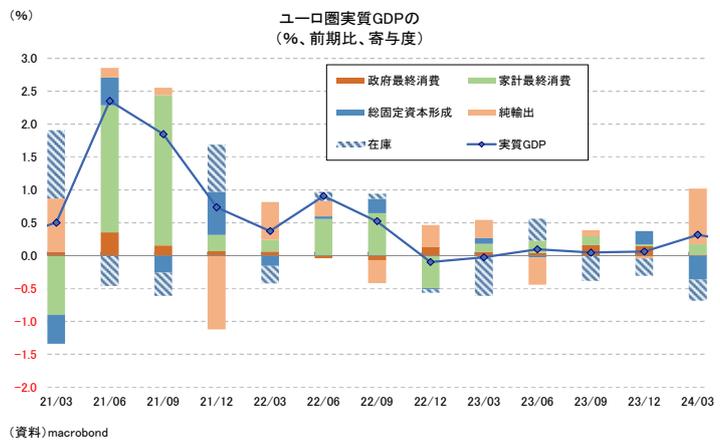
顕著に鈍化している(前頁図)。総合ベースのHICPが2%台前半をつけたのは2021年7月以来、約3年ぶりだ。サービスは+4.0%から+4.2%へ加速しているが、将来の名目賃金を拘束する妥結賃金が収束する中、政策理事会の利下げ意欲に影響はないだろう。また、サービスが加速しても、エネルギー・食品・アルコール飲料・タバコを除くコアベースで+2.9%から+2.8%へ減速しており、政策理事会が「基調的にインフレは抑制されている」と判断しても、十分筋が通る状況にもある。

～問題は2025年以降～

恐らく、このままいけば今年末までは労働市場の鎮静化およびHICPの安定が確認され、12月会合で3度目の利下げに漕ぎつけることはできるように思う。だが、問題は2025年以降だ。求人広告賃金が示唆する今後の妥結賃金のイメージは「2024年末から2025年初頭にかけて底打ち」である。8月HICPと同時に発表された7月のユーロ圏の失業率は6.4%と前月の6.5%から一段と低下し、統計開始以来の過去最低を更新している。年内は労働市場の鈍化を主軸として利下げ路線を邁進できるとしても、年明け以降のトーンが同じかどうかは全く分からない。この点、年明け以降もコンスタントな利下げを織り込んでいく金融市場と期待の乖離が大きいことに注意したい。



また、域内経済のイメージとしてGDPに目をやると、明らかに今年に入ってから復調軌道にあり、労働市場の減速についてどれほど大きな確度が見込めるのか疑義は残る。4～6月期の成長率はほぼ純輸出にけん引されたものなので、「内需は脆弱である」との理屈に従って利下げの正当性は当面主張されそうだが、家計最終消費のプラス寄与も確認され始めているだけに、簡単ではあるまい。2025年以降も順当にHICPの鈍化傾向が持続性を伴うのか。筆者は2025年1～3月期には実体経済並びに労働市場の減速が底打ちすることに伴って、利下げ局面が頓挫する展開を予想している。



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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘」のバブル超えの読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支赤字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
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～
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	加速したユーロ圏要結賃金と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	「もたら」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～