

みずほマーケット・トピック(2025 年 1 月 8 日)

早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場

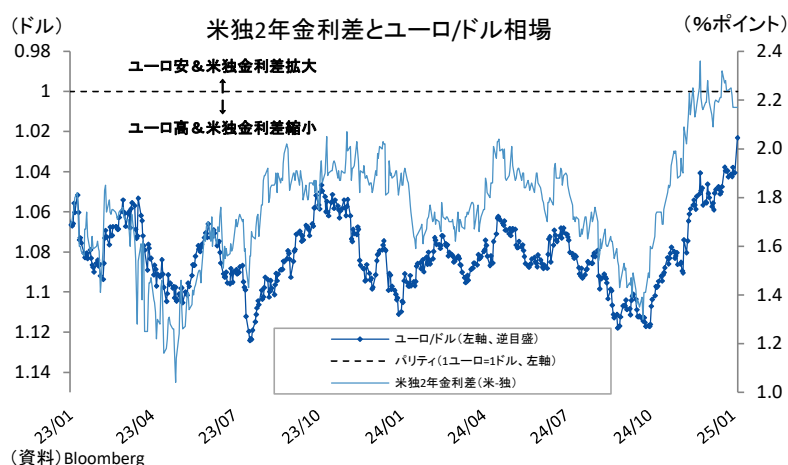
「中期為替相場見通し」ではユーロ/ドル相場のパリティ割れをメインシナリオとしている。既に年初から 1.02 台を付ける場面が見られるなど、出足の鈍さが目立つ。実際、ECB が置かれている政策環境は日銀のそれと同じくらい窮屈だ。両中銀とも自国通貨安に政策姿勢を規定されている点で共通している。日銀は円売りに煽られるように追加利上げを急かされる状況にあるが、ECB はユーロ売りに煽られるように追加利下げを封じられるような状況にある。ECB が公表を開始した賃金トラッカーに従えば、年内には域内賃金情勢が+3%程度まで落ち着く見込みではある。しかし、域内の生産性は殆ど伸びていない。理論的に考えれば、その分は賃金上昇率が抑制されてくるはずだが、仮にそうならなかった場合、スタグフレーションの色合いは強まることになる。現在の域内経済はその瀬戸際にある。欧州委員会調査でも域内企業部門が抱える最大の問題意識は「人手不足」から「需要不足」にシフトしている。中立金利を大きく下回る利下げが求められるが、ユーロ安経由のインフレ再燃を恐れて二の足を踏む状況がある。

～パリティ割れ、早速視野に～

昨年末発行の「中期為替相場見通し」ではユーロ/ドル相場のパリティ割れをメインシナリオとしている。既に年初から 1.02 台を付ける場面が見られるなど、出足の鈍さが目立つ。欧米景気格差が欧米金利差に直結する傾向が年後半にかけて強まりそうなことを踏まえれば、ユーロ/ドル相場の軟化を見込むこと自体、意外感はない。その上、ECB が置かれている政策環境は日銀のそれと同じくらい窮屈にある。言い換えれば、両中銀とも自国通貨安に政策姿勢を規定されている点で共通している。日銀は円売りに煽られるように追加利上げを急かされる状況にあるが、ECB はユーロ売りに煽られるように追加利下げを封じられるような状況にある。

本稿執筆時点では年内の ECB の政策金利は 2% 付近まで引き下げられる展開が織り込まれている。過去、ECB スタッフが試算した中立金利が 1.75% から 2.50% の範囲であることを思えば、さえない域内情勢に照らして、それほど緩和的な金融環境は用意されない見込みである。なぜか。ひとえに通貨安への懸念は無関係ではないように思える。金利差にビビッドに反応しやすいユーロ

ドル相場の性質を踏まえれば(図)、大幅利下げはユーロ安経由で域内のインフレ抑制を難しくするだろう。だからこそ金融政策ではなく財政政策での内需下支えが期待されるわけだが、これも

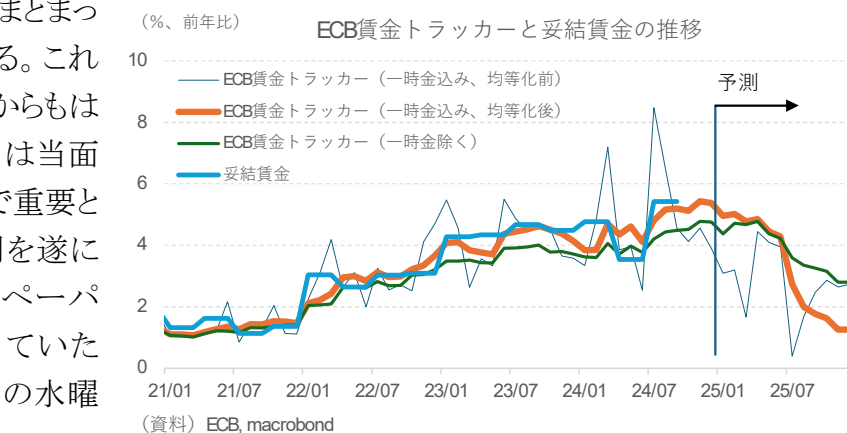


安定・成長協定という制約に嵌められ身動きがとりづらいというユーロ圏特有の事情がある。

～賃金トラッカーで見ても 2025 年の賃金鈍化は確実～

しかし、域内景気は明らかにまとまった幅の利下げを正当化している。これは ECB の注視する賃金動向からもはっきり読める。12 月 18 日、ECB は当面の域内賃金情勢を推し量る上で重要となる賃金トラッカーの統計利用を遂に開始した。これまでワーキングペーパー上での参考資料にとどまっていたが、今後は政策理事会の翌週の水曜に定期更新されることになる。

重要だが、速報性に問題のあった域内の妥結賃金統計を予想するための先行指標として今後、ECB ウォッチで重要な役割を果たすことになる。カバー対象国はドイツ、フ



ECB賃金トラッカーと妥結賃金、現状と先行き

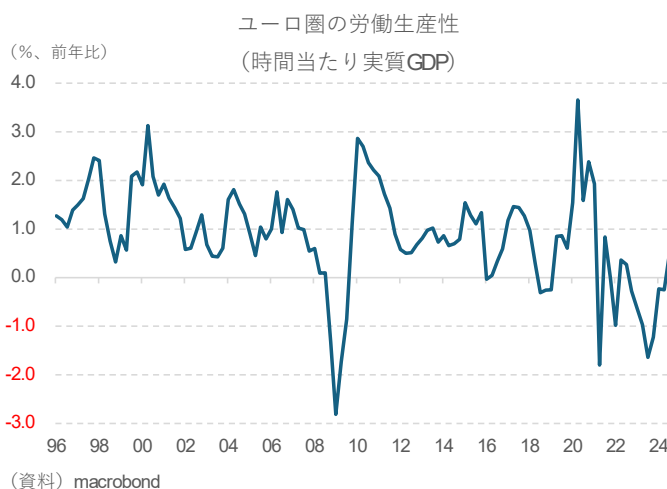
(%)、前年比	ECB賃金トラッカー（一時金込み、均等化前）	ECB賃金トラッカー（一時金込み、均等化後）	ECB賃金トラッカー（一時金除く）	妥結賃金
2024年平均	4.8	4.7	4.2	4.6
2025年平均	2.8	3.2	3.8	

(資料) ECB, macrobond

ランス、イタリア、スペイン、オランダ、オーストリア、ギリシャの 7 か国で、賃金トラッカーの 2013～2024 年の実績部分に関しては対象国の従業員の 47.4%を捕捉できていることになっている。12 月に公表された最新の賃金トラッカーによれば現在未発表の 2024 年 10～12 月期の妥結賃金は約 5.4%で前期実績(5.42%、特に断らない限り全て前年比)からおおむね横ばいとなる公算だが、さらに目線を先に伸ばした場合、2025 年通年に関し、ヘッドラインとなる ECB 賃金トラッカー(一時金込み、均等化後)で約 3.2%まで鈍化する見通しが示されている。

～ユーロ圏の生産性は大きく伸びていない～

賃金上昇率が 3%程度まで落ち込めば、もはや平時と ECB は考えるだろう。理論的に考えれば「生産性上昇率 1%+インフレ率 2%=賃金上昇率 3%」は穏当な想定だからだ。しかし、ユーロ圏(20 か国、total economy)で見た労働生産性(≒時間当たり実質 GDP)は+1%も伸びておらず、2024 年 7～9 月期でようやく+0.5%程度、通年(1～9 月)で均すとほぼ横ばいである(右図)。とすれば、インフレ率が 2%とした場合、賃金上昇率は生産性の伸びが抑制さ



れる分、さらに鈍化する可能性もある。仮に鈍化しない場合、単位労働コスト(ULC)が高止まりすることになるため、域内全体ではスタグフレーションの色合いが濃くなることになる。図を見れば分かるように、ユーロ圏の生産性は2010年前後から、すなわち欧州債務危機以降で趨勢的に伸びなくなっており、パンデミック以降はマイナスでの推移も常態化している。リモートワークや時短勤務が増え、その分、しっかりアウトプットも減っているという状況が透ける。日本の問題点を議論する際、「欧米では・・・」という枕詞が付きやすいが、もはや欧米を同一視することは難しい。

～域内企業の問題意識は既に「需要不足」～

賃金・物価情勢の鈍化傾向は域内需要の減退を率直に反映した動きである。欧州委員会調査でも域内企業部門が抱える最大の問題意識は製造業、サービス業共にかつての「人手不足」から「需要不足」にシフトしつつある(右図・上下)。今週6日に公表された経済報告(Economic Bulletin)でも、ECBは域内労働市場の異例の底堅さはもう今後は続かないと指摘している。この点、賃金・物価情勢が「想定外に強い」という不安を抱え続けている米国と彼我の差はかなり大きいと言わざるを得ない。問題は冒頭述べたように、こうした域内経済に合わせて政策金利を素直に下げ続けることが難しいという現状である。そうした政策運営を展開した場合、ユーロ安経由でインフレを輸入しかねないという問題が付きまとう。中立金利の下限と目される2.00%付近までの利下げを敢行した時点でユーロ/ドル相場がパリティを割り込んでいる可能性は相当高いだろう。しかし、ロシア・中国に依存してきたツ

ケを払わされているドイツを中心として中立金利程度では十分な緩和と言えないのではないかな。もちろん、ドイツの中立金利はもっと高い可能性もあるため、それでも助けにはなるだろうが、それ以外の加盟国では財政出動という正攻法を封じられていることの影響が顕在化してくる懸念がある。

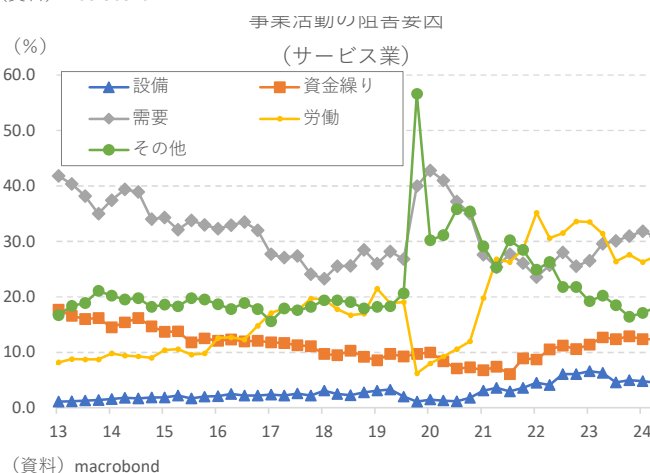
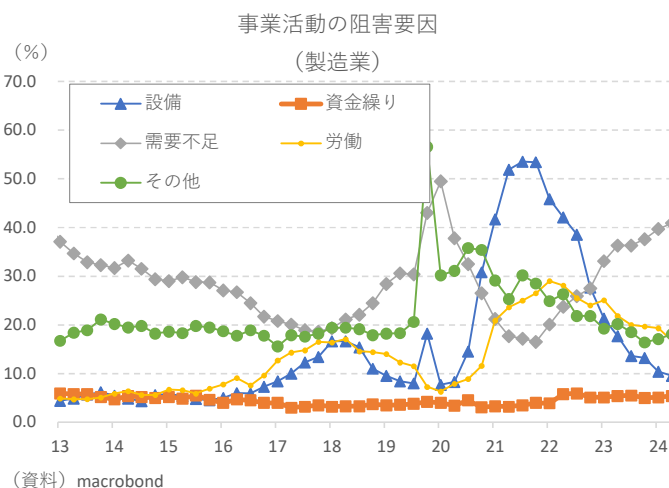
金融市場部

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/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
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか?
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
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～「賃金は必ず下がる」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～)