

中期為替相場見通し

2023 年 12 月 26 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～「過度な円安」から「穏当な円安」へ～

ドル/円相場の現状と展望について～金利と需給で概観する 2024 年～	P.3
円相場の需給環境について～過去 2 年からは改善、しかし脆弱性は残る～	P.5
米金融政策の現状と展望～突然変わった潮目～	P.8
日銀金融政策の現状と展望～マイナス金利解除は本当に円高材料か？～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～直接投資から得る「家計の円売り」イメージ～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～インフレは本当に終わったのか？～

ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～重要性増す労務コスト～	P.14
ユーロ経済の現状と展望～インフレは本当に終わったのか？～	P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

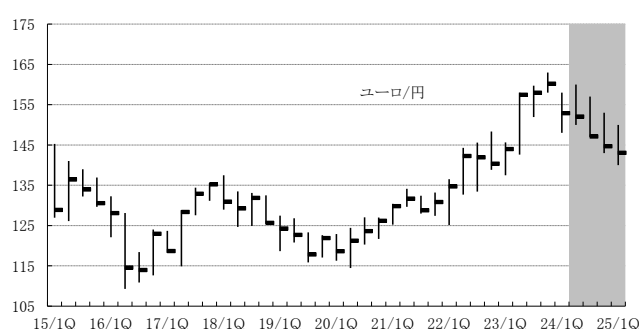
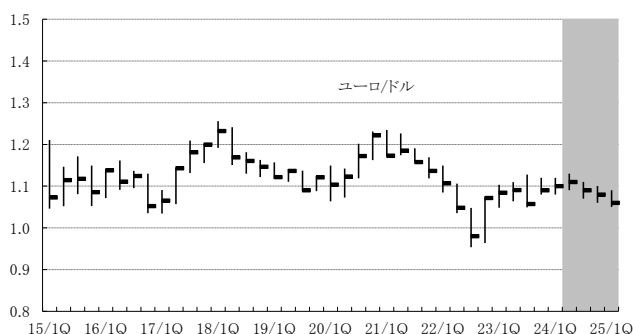
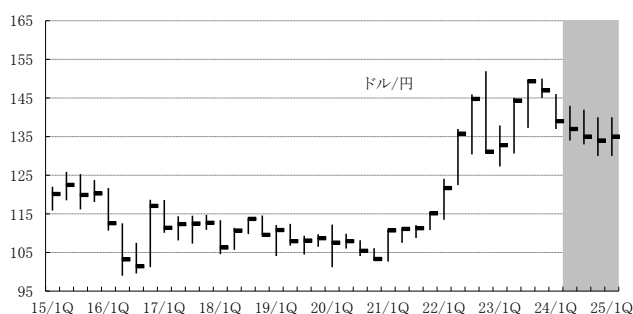
12月のドル/円相場は幅を持って下落したが、月末にかけて下げ渋った。年内最後のFOMCでは利上げ停止に加え、利下げ示唆まで行われるという想定外の情報発信が行われた。これに応じて予想レンジの切り下げを検討せざるを得ない面は確かにある。しかし、「貿易赤字国として迎える米国の利下げ」がそれほど大きな円高を促すとは思えない。FF金利引き下げに応じてドル安が進むこと自体に異論はないが、その影響力は各国の需給環境に依存するものであり、この点について近年の日本が脆弱性を抱えるのはこれまで執拗に論じてきた通りだ。この点、24年に関しては「金利も需給も22～23年と比較すれば円高圧力が強まる」というのが合理的な予想だ。需給に関して言えば、過去2年と比較して改善するとはいっても著しく円買い需要が復活するという意味ではない。筆者試算のCFベース経常収支は24年にやや黒字を回復しうだが、不測の事態に直面すれば直ぐに赤字に転落する脆さは残る。一方、金利に関して言えば、日米金利差の縮小は恐らく限定的なもので終わる。円安ピークアウトと円高の再来は同義ではなく、あくまで「過度な円安」が「穏当な円安」になる程度の認識にとどめておけば良い。ドル/円相場の主戦場がシフトアップしたのかどうか。24年はそれを確認する1年になる。

片や、12月のユーロ相場は続伸した。利下げ示唆まで踏み込んだFRBに対して、ラガルドECB総裁自ら今後数四半期の金利据え置きを宣言しているECBは「相対的なタカ派」として注目されやすくなっており、必然的に欧米金利差の観点からユーロ相場は押し上げられやすい状況にある。域内インフレ率は着実に下がっており、ヘッドラインでは遂に2%をつけるなど、実体経済の軟化を踏まえれば、ECBがいつFRBと同じ挙動を示しても不思議ではない。しかし、サービス物価が下げ渋っているのも事実であり、この背景にはECBが頭を悩ませる雇用・賃金市場のひっ迫がある。こうした状況を踏まえ、レーンECB理事は来春まではインフレ収束の判断が難しいと述べており、12月政策理事会を見てもECBは「24年上半期」を1つの節目として考えている節がある。かかる状況下、少なくとも24年央までの金利据え置きを前提にユーロ相場の堅調を予想しておくことが合理的に思える。しかし、下半期以降は経済・物価情勢の軟化に応じてユーロ相場も下落に転じると予想する。実際、実体経済への不安はユーロ圏の方が米国よりも大きいため、蓋を開けてみればECBの方が早く利下げに追い込まれるということは十分考えられるだろう。ユーロ相場を取り巻く形式は上半期と下半期で入れ替わるイメージを持ちたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2023年 1～12月(実績)	2024年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期
ドル/円	127.22 ～ 151.92 (142.27)	137 ～ 146 (139)	134 ～ 143 (137)	133 ～ 142 (135)	130 ～ 140 (134)	130 ～ 140 (135)
ユーロ/ドル	1.0448 ～ 1.1276 (1.1019)	1.08 ～ 1.12 (1.10)	1.09 ～ 1.13 (1.11)	1.07 ～ 1.11 (1.09)	1.06 ～ 1.10 (1.08)	1.05 ～ 1.09 (1.06)
ユーロ/円	137.45 ～ 164.31 (156.77)	148 ～ 158 (153)	150 ～ 160 (152)	147 ～ 157 (147)	143 ～ 153 (145)	140 ～ 150 (143)

(注) 1. 実績の欄は12月26日までで、カッコ内12月26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～「過度な円安」から「穏当な円安」へ～

《ドル/円相場の現状と展望について～金利と需給で概観する 2024 年～》

2024 年も需給環境を軸に見通しを展開

昨年来の本欄やみずほマーケット・トピックを通じ、筆者は「2023 年は円高の年という見方には賛同できない」という議論を重ねてきた。幸い今年は一連の議論が報われたように感じている。2024 年についても、従前通り「金利に限らず需給の変化も見るべき」という基本姿勢で分析を行っていききたい。

とはいえ、FRB の政策転換時期が耳目を引く今、金利の持つ説明力は 2022 年や 2023 年よりも大きなものにはなるだろうから、無視もできまい。今年最後となる本欄では 2024 年見通しの概観に関し、金利・為替の 2 大要因に照らして筆者なりの現時点の相場観を改めて整理しておきたい。

結論から言えば、「需給で円安」という論点は一旦小康状態に入る可能性はある。過去 2 年以上にわたる筆者の円安予想は需給環境の歪みを見ながら展開してきたものであるため、その改善が視野に入る以上、ある程度の円高地合いは予見することになる。しかも、金利の観点に照らしても、日米金利差縮小が円高地合いの一助になることも考えられる。しかし、円安ピークアウトと円高の再来は同義ではなく、あくまで「円高は不可避だが、深刻ではない」が基本だ。

金利：「円高は不可避だが、深刻ではない」

まず、金利の観点から展望を示しておく。本稿執筆時点で、殆どの市場参加者のストーリーラインは「FRB は利下げ、日銀は利上げが注目される年。だから円高になる」というものだ。これは 1 年前に言われていた読み筋と殆ど同じだ。2022 年末から「2023 年は必ず利下げがある」という主張はそこかしこで目にした。利上げは確かに停止したが、利下げには至らなかった。

しかし、既報の通り、12 月 FOMC でパウエル FRB 議長の情報発信は急変した。政策金利に関し「ピークかその近くの可能性が高い」と利上げ終了を言明したばかりか、利下げ時期について「視野に入っている」との発言を重ねた。利上げ終了と利下げ示唆を同時に行うのは多くの市場参加者の想定外であった。言及した以上、FRB の利下げは 1～3 月期のうちに現実味を帯び、4～6 月期に着手されている可能性が高い。しかし、米国の平均時給は依然として前年比+4%台にあり、一般物価を安定的に+2%の軌道に乗せることからすれば、まだ高いと言わざるを得ない。こうした状況ゆえ、2024 年の FRB は「タカ派的な現状維持 (hawkish hold)」で様子見を続けながら、利下げの地均しを断続的に行うのが基本戦略になると思われたのだが、突然の翻意である。

当然、世界の資本コストである FF 金利の引き下げが見えてくれば、為替に限らず様々な資産価格が逆回転を強いられる。株売りは株買いに、債券売りは債券買いに、そしてドル買いはドル売りに流れが変わる契機になる。変動為替相場の世界に所属している以上、過去 2 年で一方的に嫌われてきた円もそれは例外ではなく、相応の買戻しは期待できる。為替は「相手がある話」とよく言われるが、その「相手」とは基本的にドルを指す。だが、その影響の度合いは各国の抱える需給構造で変わるものであり、この点、後述するように、近年の日本は脆弱性を抱えつつある。

日銀、2024 年はマイナス金利卒業の年か

金利と円相場の関係を議論する上では、FRB だけではなく日銀の議論ももちろん必要になる。端的に日銀のマイナス金利解除はどのように想定すべきだろうか。筆者は 2024 年春闘の仕上がりや多角的レビ

ュー(5月に第二回開催予定)の結論を踏まえ、6月もしくは7月の展望レポート公表時などを想定するが、FOMCが急変したことの影響はここにもリスクを及ぼす。今後、FRBに倣ってECBも同じような情報発信へ切り替えてくる可能性がある。そうなると世界で唯一、正常化を志向する中銀として日銀の政策環境は非常に窮屈になる。「できればFRBの利下げ局面が始まる前に正常化に着手しておきたい」という思惑は出てくるかもしれない。そうなる前に日銀は正常化すべきという市場が抱きがちなロジックに関して植田日銀総裁は「不適切」と断じているが、元より他国中銀や為替の動向を前提として総裁が発言するわけにはいかない。本音はある程度、別のところにあっても不思議ではないだろう。しかも、植田日銀が当面目指すのは連続的な利上げではなく「+10bp引き上げによるマイナス金利解除ワンショット」だろうから、FRBが利下げ着手する前に1回限定で差し込むという政策運営は想像に容易い。既にマイナス金利は形骸化している以上、理論家である植田総裁は解除自体、いつやっても問題ないとは考えているはずだ。FRBの翻意を契機として日銀も変心を試みるかもしれない。かかる状況下、6月ないし7月をメインシナリオとしつつも、1~3月期にマイナス金利解除に動く可能性もないわけではない。

日本社会は空前の人手不足に直面している。およそ人が足らないにもかかわらず賃金が上がらないということはあり得ず、マイナス金利が許容されるような経済・金融環境が2024年を通じて持続する保証はない。もっとも、「+10bp引き上げによるマイナス金利解除ワンショット」は円高圧力としてあくまで一時的であり、持続性は持ちえない材料でもある(後述するように、逆に円安材料に転じる恐れすらある)。米国が利下げすると言っても再びゼロ金利への帰還を検討するわけではあるまい。とすれば、且米金利差の観点からは「円高は不可避だが、深刻ではない」程度に考えておけば良いように思える。

「貿易赤字国として迎えるFRB利下げ」の威力は？

以上のように考えると、金利という観点に照らせば、殆どの市場参加者にとっての2024年のストーリーラインである「FRBは利下げ、日銀は利上げが注目される」という読み筋はかなり蓋然性が高いものであり、それを前提とすれば円高予想は確かに合理的と言えそうである。しかし、多くの人が注目するのは円高の「深さ」であり、この点を考えるためには、詳細な需給分析が求められる。需給に関する現状や展望は次項で集中的に議論するが、ここでは改めて「日本は貿易赤字国として利下げを迎えたことが殆ど無い」という事実を改めて紹介しておきたい。2024年、殆どの為替市場参加者が抱く問題意識は「利下げが到来したとして、どこまで円高が進むのか」だ。FRB利下げに応じて円高予想が流行しやすいのは過去の経験に基づくもので、過去の傾向に照らせば首肯できる事実である。

周知の通り、1985年のプラザ合意以降、日本は世界的な貿易黒字大国だった。FRBの利上げ局面において金利差が拡大すると、投機的取引が円売り・ドル買いに傾き、結果として円安傾向が強まる一方、貿易黒字に裏付けられた実需の底流は常に円買い・ドル売りを正当化していた。それが日本経済の歴史だった。その後、FRBが利下げ局面に転じた場合は、投機の円売りは巻き戻されて円買いに転じる上、底流として存在する実需は元々円買いなので投機・実需の両面からヒステリックな円高が演出されやすくなる。これが東京外為市場で円安よりも円高の方が高いボラティリティを誇ってきた理由だろう。

これに対し、今や日本の貿易収支は基本的には赤字、パンデミック前を振り返っても「良くて均衡」くらいのイメージにとどまる。もうヒステリックな円高を後押しするような実需環境は日本には無い。このような実需環境を抱えながらFRBの利下げ局面を迎えた経験が日本には殆ど無い。「殆ど」と付けるのは2019年7月末のFOMCで10年7か月ぶりの利下げが決断された際、日本は貿易赤字国だったと

いう経験があるためだ。その際のドル/円相場は翌8月こそ円高・ドル安に振れたものの、直ぐに円安・ドル高に戻っている(図)。厳密には利下げ前から円高は始まっていたが、それを斟酌したとしても、結局、2019年5月頃の112円から同年12月には109～110円となっており、大して円高にはなっていない。その後、2020年に入るとパンデミックが到来し、FRBは一気にゼロ金利まで引き下げたが、これによって円高・ドル安が進んだという印象はやはりない。こうした2019～2020年の経験は2024年を展望する上で参考になる情報だと筆者は思っている。

ちなみに1985年以降、日本が暦年で貿易赤字に陥っていたのは11回で、そのすべてが2011年以降に起きている(図)。その背景にリーマンショック後の超円高や東日本大震災を受けた電源構成の変化などを受けた日本企業の海外生産移管があった可能性は非常に高い(そもそも電源構成の変化は輸入金額の押し上げにも寄与している)。2011年前後、円相場は構造的な分岐点を通過したのではないかとというのが筆者の仮説である。恐らく2024年の相場動向を通じて、多くの市場参加者は「思ったほど円高にならない」と感じる可能性がある。しかし、それは10年前から少しずつ起きている話なのだ。「安全資産としての円買い」や「リスクオフの円買い」といったフレーズもいつの間にか耳に

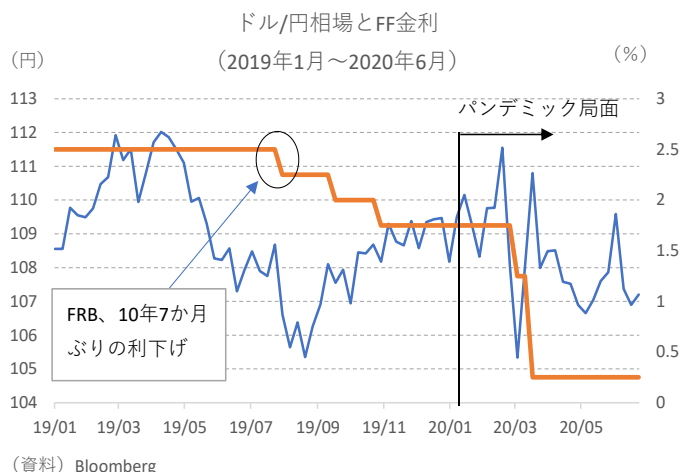
しなくなっただろう。2022～23年はパンデミックと戦争が重なったことでインフレが焚きつけられ、内外金利差が極端に開き、資源価格も高止まりする中で元々抱えていた円安になりやすい構造が浮き彫りになるという特殊な期間だったのだと筆者は整理している。決して世界が急に変わったわけではない。そうした需給構造を抱える円の状況を考えると、FRBが利下げに転じたとしても、「過度な円安」が「穏当な円安」になる程度の認識で良いのではないかと。

結局、2024年のドル/円相場の「方向感」として円高がある程度は既定路線になっているとしても、その「水準」は貿易収支に象徴される需給環境で決する。次項ではこの点を詳述する。

《円相場の需給環境について～過去2年からは改善、しかし脆弱性は残る～》

小康状態に入る「需給で円安」

上述したような、金利にまつわるドル/円相場見通しは恐らく識者の間で大きな齟齬が無いと思われる。しかし、過去2年で大幅に減価してしまった円の価値が復元されるかどうかは需給環境に対する詳しい分析を要する。そもそも日米金利差が開いていることや日銀がマイナス金利を採用していることは今に



日本の貿易赤字とFRBの政策運営

	日本の貿易赤字 (単位: 100万円)	FRBの局面	備考
2011年	-2,565	現状維持	
2012年	-6,941	現状維持	
2013年	-11,468	現状維持	
2014年	-12,816	現状維持	
2015年	-2,792	利上げ	12月FOMCで9年半ぶり利上げ
2018年	-1,225	利上げ	
2019年	-1,668	利下げ	7月FOMCで10年7か月ぶり利下げ
2021年	-1,784	現状維持	
2022年	-20,330	利上げ	

(資料) 財務省、FRBから筆者作成

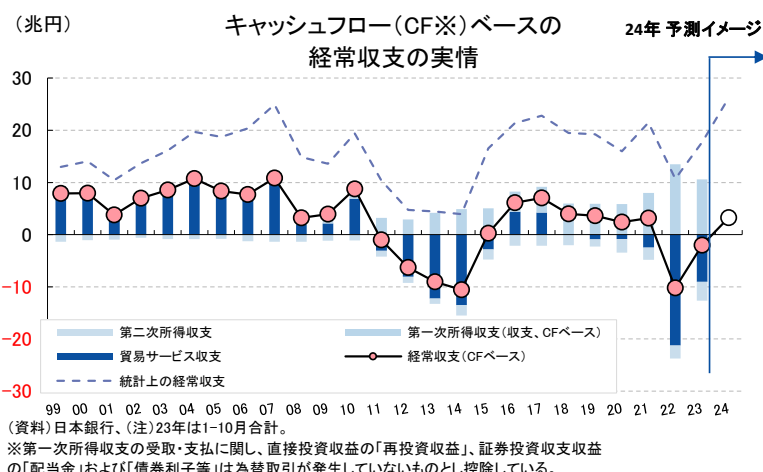
始まったことではない。2022 年 3 月以降、最大で 30% も対ドルで円が下落したことの原因全てを金利に求めるのは無理がある。そこで重要になるのが需給構造への目線だ。日本は統計上でこそ世界有数の経常黒字大国（2022 年で世界 8 位）だが、その内実である第一次所得収支黒字はキャッシュフロー（CF）ベースで見れば殆ど円買いが発生していない。「統計上の黒字」と「実務上の赤字」の違いは為替を考える上で極めて重要である。

この点は今年のマーケット・トピックや本欄で執拗に議論してきた通りであり、2024 年以降も予想の核となる考え方だ。ここで改めて CF ベース経常収支について現状と展望を示しておこう。本稿執筆時点で 1～10 月の経常収支が公表されている。ヘッドラインは 9 か月連続で黒字が続いていることや旅行収支黒字が拡大していることが注目されているが、1～10 月分の経常収支は統計上でこそ +17.7 兆円であるのに対し、筆者試算の CF ベースでは▲2 兆円と依然赤字だ（図）。ちなみに昨年（2022 年）は統計上の +10.7 兆円に対し、CF ベースでは▲10.2 兆円だった。「統計上の黒字」と「実務上の赤字」、どちらかが 2022 年や 2023 年の円相場と整合的だったのか考えるまでもない。もちろん、CF ベースで見ても、前年同期（2022 年 1～10 月）が▲8.9 兆円だったことを思えば、需給環境は旅行収支黒字の拡大を背景として確実に改善しているが、赤字は赤字であり、現に 2023 年は円安が進んだ。

では、2024 年の CF ベース経常収支はどうなるだろうか。結論から言えば、得られるイメージは前掲図に示す通りで、過去 2 年間続いてきた円売り超過の状況が修正に向かう可能性は高く、「需給で円安」という論点は一旦小康状態に入るとというのが基本シナリオと考えている。しかし、これはあくまで「基本シナリオでは」という話で、経常収支はあらゆる変動要因を包含することには留意する必要がある。例えば原油を筆頭に資源価格が現状から上振れた場合や輸出停滞が長引いた場合、想定以上にインバウンド需要が伸びなかった場合、もしくはデジタル赤字が拡大した場合などを想定すると再び円売りは広がる。もちろんその逆の場合は円買いが広がる。この辺りは合理的に予測しようがない。

2024 年の CF ベース経常収支はどうなりそうか？

非常にラフなイメージと断った上で具体的な数字を考えていきたい。あくまで本稿執筆時点で試算するとしたらこういった方法があるという対症療法的な試算に過ぎないが、現時点でのイメージ作りには寄与するだろう。前掲図で示した 2024 年の CF ベース経常収支に関しては、2023 年 1～10 月の仕上が



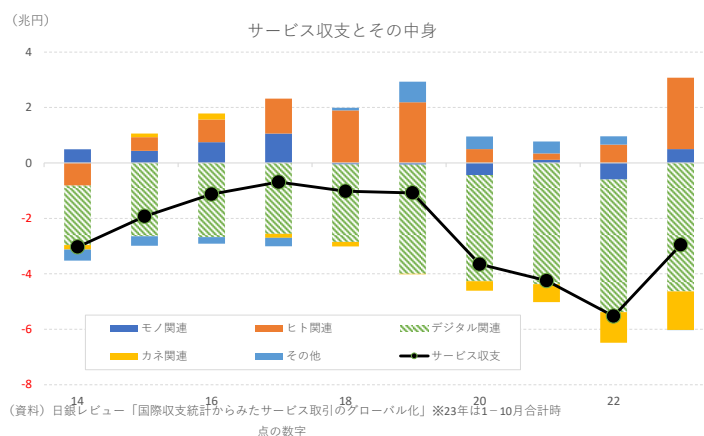
2024年、CFベース経常収支はどうなりそうか？例えば・・・

項目	金額(兆円)	備考
① 貿易収支	-2.5	※10～19年の10年平均
② サービス収支	-3.4	
旅行	3.3	※23年5～10月の平均を年率
輸送	-0.6	※23年1～10月実績を年率化
その他	-6.1	※23年1～10月実績を年率化
③ 第一次所得収支	36.4	※23年1～10月実績を年率化
④ 第一次所得収支 (CFベース)	13.5	※23年1～10月平均の円転率37%
⑤ 第二次所得収支	-4.3	※23年1～10月実績を年率化
経常収支 (CFベース)	3.3	①+②+④+⑤
経常収支 (統計上)	26.2	①+②+③+⑤

（資料）日本銀行より筆者作成

りを参考に作っている。それが前頁表だが、貿易収支に限っては、2020～23 年は特殊要因が集中した期間であったため、2019 年までの 10 年間で平均して仮置きしている。恐らくこの前提部分が一番振れやすいだろう。また、旅行収支に関しては 5 類変更後の 5～10 月分に限って黒字額を合計した上で年率化している。今後、旅行収支黒字は年間+3.0～3.5 兆円と過去最大値付近で高止まりする可能性があり、それ以上に伸びる可能性も否めない。だが、国内の宿泊・飲食サービス業における雇用逼迫は過去最悪の状態が続いていることも踏まえると、インバウンド需要はあってもインバウンド供給は限界に近く、旅行収支黒字が遠くない将来、天井を打つ可能性も視野に入りたい。では、輸送収支・その他サービス収支および第一次所得収支はどう考えるか。これは 1～10 月合計を年率化している。もっとも、振れの小さい輸送収支はともかく、デジタルサービスへの支払を中心とし、筆者が「新時代の赤字」と呼んでいるその他サービス収支赤字は着地点が見えず、このような単純な想定を超えて赤字が広がってくる可能性もある。例えば 2023 年 1～10 月については言えば、旅行収支黒字が史上最大を更新していることばかりが話題になるが、その他サービス収支赤字も▲5 兆 584 億円と前年同期（▲4 兆 5478 億円）を超え、史上最大だった。ちなみに 2021 年同期は▲3 兆 3096 億円、2020 年同期は▲3 兆 901 億円だったので明らかに増勢基調にある。項目の性質を考えると、こうした流れが 2024 年に途切れる可能性は低い。

これまで日本の経常収支と言え、貿易収支と第一次所得収支の仕上がりが見事に真っ先に注目されてきた。しかし、もう 1 つの視点として「旅行収支黒字がその他サービス収支赤字をどの程度相殺できるか」という視点が明らかに重要性を増している。これは視点を変えると「観光サービスという肉体労働で得た外貨で、デジタルサービスという頭脳労働の対価をどの程度賄えるのか」という視点でもあるため（図）、為替議論を超えて、日本経済全体が直面する新しいテーマとして 2024 年以降、より注目されると考える。サービス収支を巡る資金フローの変化については掘り下げ始めると非常に長くなるため、今回は割愛させて頂く。



読みにくい貿易収支や円転率

CF ベース経常収支の試算に話を戻すと、第一次所得収支黒字の円転率（黒字額のうち円買いが発生すると思われる割合）をどう設定すべきかという争点もある。今回はこの点も 1～10 月分を試算した上で平均を取っており、筆者試算で 37%に設定している。しかし、過去 10 年で計算すると 27%ゆえ、ここでは円買い需要を過剰に見積もっている可能性も残る。ちなみに CF ベース経常収支は円転率 37%で計算すると約+3.3 兆円の黒字となる一方、27%で計算すると約▲4000 億円の赤字になる。恐らく上述したサービス収支の仕上がり（▲3～▲4 兆円程度の赤字）は大きく乖離しないと思われるが、円転率や貿易収支や第一次所得収支は現時点の試算に不透明感は残り、この辺りに需給予測の振れは避けられない。

強いて言えば、既に資源価格の騰勢が収まり、中国への輸出減少も底打ちし、円安もいったんピークアウトしていることを考慮すれば、貿易収支が 2022 年や 2023 年ほどの赤字になることは考えにくい。そうだとすれば CF ベース経常収支が 2022 年のような▲10 兆円以上の赤字に陥る可能性も低い。2023 年

と比べても 2024 年の貿易収支赤字は小さいはずだ。かかる状況下、現時点で予想される 2024 年の CF ベース経常収支は「2022 年や 2023 年よりは改善」が濃厚で、どちらかと言えば、方向感に欠く着地も考えられる。結果、需給要因が持つ円相場に対する説明力は従前よりは弱まる一方、金利要因が持つ説明力が相対的に上がりやすくなるように思える。後者の点が円高を示唆しそうなことは上述の通りだ。

24 年は「主戦場の変化」を痛感する年に

以上、金利および需給に大別した上でドル/円相場見通しを議論してきた。結論から言えば、「金利も需給も 2022～23 年と比較すれば円高圧力は強まる」というのが合理的な予想になる。しかし、金利に関して言えば日米金利差縮小は結局のところ限定的で、需給に関しても過去 2 年と比較すれば改善するのは確かでも円買い需要が急に復活するというわけでもない。こうした中、「円高は不可避だが、深刻ではない」もしくは「過度な円安」が「穏当な円安」になる程度の認識にとどめておけば良いのではないかと。これをレンジに落とし込むと、130～145 円程度のレンジで構えておきたいところだ。方向としては確かに円高だが、今次円安局面の起点（113 円付近）を思えば、円高と呼ぶには抵抗感は覚える。

ドル/円相場の主戦場が「100～120 円」から「120～140 円」ないし「125～145 円」に変化したのかどうか。2024 年はそれを確認する 1 年になるのではないかと。

《米金融政策の現状と展望～突然変わった潮目～》

潮目は完全に変化

2023 年最後となる FOMC は大きなサプライズとなった。会見でパウエル議長が政策金利に関し「ピークかその近くの可能性が高い」と利上げ終了を言明したばかりか、利下げ時期に関し「視野に入る」との発言を重ねた。利上げ終了と利下げ示唆を同時に行うのは想定外だったと言わざるを得ない。これまでパウエル議長は「データ次第で利上げ終了を判断」という建付けを強調してきたが、11 月会合からの約 6 週間で利上げ終了を飛び越えて利下げ示唆に及ぶまでのデータが揃ったということだろうか。市場反応が示す通り、そう考えていた向きは殆どいないだろう。もちろん、視野に入っただけで近々に利下げが到来するわけではないが、言及した以上、1～3 月期のうちに現実味を帯びる可能性は高い。

筆者は利下げ議論が行われるとしても 7～9 月期や 10～12 月期など年後半と見ていたが、この発言に沿えば 1～3 月期に議論、4～6 月期に着手というスケジュールなどが想定される。いや、議長自身が「視野に入っている」と言った以上、1～3 月期

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2023	2024	2025	2026	Longer run
Jun-22	3.750%	3.375%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-22	4.625%	3.875%	2.875%	n.a.	2.500%
Dec-22	5.125%	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	5.125%	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	5.625%	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.625%	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-23	5.375%	4.625%	3.625%	2.875%	2.500%

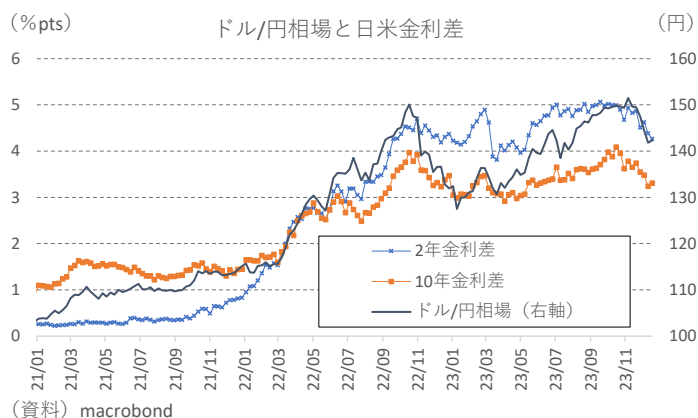
(資料)FRB

中に議論と着手が両方到来する恐れもある。政策金利見通し（ドットチャート）は 2024 年末に 4.50～4.75%、回数にして 3 回の利下げを織り込む構図に変わっている（図）。▲25bp ずつ毎会合に利下げとして逆算すると、利下げ着手は 2024 年 9 月会合ということになるが、それでは「視野に入っている」発言からすると遠過ぎるのように感じられる。ドットチャートの利下げ織り込みが 3 回に変わったのと同時に、市場の利下げ織り込みは 6 回に変わってしまっている。それは過剰な期待であるとしても、「年後半

まで利下げなし」という想定はかなり厳しいものになってきたと言える。これまでドットチャートがハト派に振れて株高が進んだ場合、パウエル議長はこれを戒めてきた。今回の FOMC もそうした情報発信が主軸になるという見通しが強かった。だが、今回の会見では特にけん制も見られていない。12 月 FOMC を経て、米金利の節目は明らかに変わったと言える。

高まる円高リスク、24 年前半に 130 円台前半も

当然、今回の FOMC を経て円高リスクにはわかに高まっており、見通しの修正は必要である。利下げ前倒しにより 2024 年前半に 130 円台前半に到達する可能性は出てきている。もっとも、日米金利差縮小に応じて円高・ドル安はある程度不可避としても、既に述べている通り、「貿易赤字国として迎える利下げ」がかつてのような円高パニックに繋がる可能性は低い。米国が利下げするからと言って日本の貿易サービス



赤字が減るわけではないのだから、貿易黒字国時代と同程度の円高圧力を期待するのは論理的におかしいだろう。もっとも、後述するように、米国が利下げしても日本の貿易サービス赤字に影響はないが、日銀の金融政策に影響を与える可能性は気にしたい。この点は次項で詳述する。

《日銀金融政策の現状と展望～マイナス金利解除は本当に円高材料か？～》

残る論点は「いつやるか」だけ

注目された 2023 年最後となる日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。会合前に注目された 12 月 7 日の参議院財政金融委員会における植田総裁の「年末から来年にかけて一段とチャレンジになる」との発言がマイナス金利解除の布石ではないかと注目されたが、今後の取り組み姿勢を問われたので「一段と気を引き締めて」という意味だったと述べている。また、賃金・物価の好循環（いわゆる第二の力）に関しては「なお見極めていく必要がある」と述べたり、今後についても「焦って政策変更は不適切」と述べたりするなど、金融市場が抱く引き締め期待に対し明確なゼロ回答を提示した格好である。12 月会合後の総裁会見を見る限り、1 月のマイナス金利解除もほぼ視野からは消えたと考えて良いだろう。もっとも、12 月 6 日の講演で氷見野日銀副総裁が「全部青信号がとめることは実際の経済ではない。いろいろなシグナルが混じる中で判断する」と言っていたように、経済・金融情勢に多少の疑義が残ってもマイナス金利解除に踏み込む可能性はある。2024 年という時間軸で見た場合、マイナス金利解除は既定路線であり、あとは「いつやるか」というくらいしか論点は残っていないのも事実である。

為替市場から見たマイナス金利解除の意味

では、改めてマイナス金利解除時期をどう考えるべきか。引き続き筆者は 2024 年春闘の仕上がりや多角的レビュー（5 月に第二回開催予定）の結論を踏まえ、最速で 6 月、もしくは 7 月の展望レポート公表時を想定している。今回の見送りでこの想定は現実味を増したと言える。仮に植田総裁の会見から察する

通り 1 月も見送りだとすれば、実務上の準備を要すると言われるマイナス金利解除を期末（3 月）に差し込むのも難渋するだろう。ゆえに最短で 4 月の展望レポート公表時が選択肢になる。元より「春闘を見極めて最短 4 月」は市場予想のコンセンサスであったが、やはり時間と労力をかけた多角的レビューの結論はマイナス金利解除時に引用したいのではないかと筆者は考えている。もっとも自民党総裁選（2024 年 9 月）前に解散総選挙があるという政治日程を前提とすれば 6 月や 7 月も決して難易度が低い時期とは言えない。結局、12 月解除を避けたことで、隘路に嵌まった感はある。

最大の問題は解除時期がいつであれ、海外金融情勢がそこまで待ってくれるのかという点だ。周知の通り、12 月の FOMC で FRB の姿勢は急変した。今のところ、その兆候は見られないが、FRB に倣って ECB も同じような情報発信へ切り替えてくる可能性はある。その場合、「世界で唯一、正常化を志向する中銀」として日銀の政策環境は相当窮屈になる。そうなる前に日銀は正常化すべきという市場が抱きがちなロジックに関して植田総裁は「不適切」と断じているが、元より他國中銀や為替の動向を前提として総裁が発言するわけにはいかない。本音はある程度、別のところにあっても不思議ではない。所詮、日銀の目指すところは「+10bp 引き上げによるマイナス金利解除ワンショット」であり、連続的な利上げではない。そうであれば、年明け以降、どのタイミングでも「やろうと思えばできる」という考え方もある。全くもって好ましいやり方ではないが、現状では可能性が著しく低下したと見られる 1 月会合に関しても、事前報道を通じて織り込ませにかかるという線がないわけではない。

実は円安材料になりかねないマイナス金利解除

もっとも、既に述べた通り、連続的な利上げが事実上不可能だとすれば、マイナス金利解除は「日銀発の円高材料出尽くし」を意味する。建前はどうか、仮に日銀の本音が円安抑止にフォーカスされたものだと考えた場合、正常化に向かって二の矢、三の矢を放つことができないのであれば、マイナス金利解除は「円安の芽が摘まれた」と判断できるタイミングでやりたいのではないか。ドル/円相場はピークアウトしたとはいえ依然 140 円台であり、まとまった幅で円安が進めば直ぐに 150 円の声が聞こえてくるだろう。現時点で「万策尽きた」という空気を出すわけにはいかない緊張感がまだある。

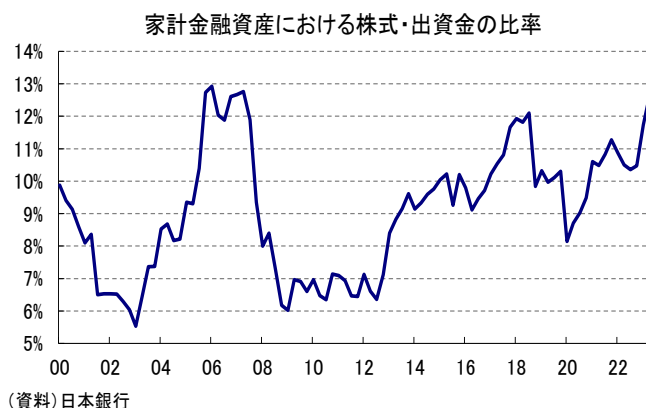
なお、日本では「政治ひいては世論に配慮してマイナス金利解除を控える」という雰囲気が醸し出されることが多い印象だが、もはやそうした点も大きな心配はいらない。既に「マイナス金利が円安の元凶」という理解は市井の人々に浸透している印象もあり、その円安を忌み嫌う人々は「悪い円安」のフレーズが示す通り、明らかに増えている。マイナス金利解除が円安抑止に必要と考えられるならば、世論がそれに反対する理由はない。しかし、万が一、マイナス金利を解除しても円安が解消されないとすると、「円安は残るし、金利も上がる」という政治的には最悪の組み合わせが残ってしまう。特にマイナス金利解除は住宅ローン変動金利との連動性が取りざたされやすいのでより不安を掻き立てる。そこまで負担を強いられて円安も解消されないという状況を世論は許容しないだろう。

そもそも為替は日銀の政策運営次第でコントロールできるものではないのだが、そこに理解を示すほどの冷静さを世論は持たない。政府・与党の現状を踏まえれば、金融政策をトリガーとして世論の反感を買うわけには絶対行かず、ブルームバーグの事前報道にあったように「12 月に急ぐ必要はない」というのはまさに政府・日銀からすれば強い本音だったと推測される。いずれにせよ、2024 年についてマイナス金利解除ありきでストーリーを作ることには異論はない。しかし、日銀の正常化運営はそこで尽きるはずであり、むしろ「材料出尽くしで円安」となる恐れがあることは留意しておきたい。

《メインシナリオへのリスク点検～直接投資から得る「家計の円売り」イメージ～》

過去最高に並んだ株式・出資金比率

円相場のリスクは上下双方向に広がっているが、その影響度の大きさを考えれば、やはり家計部門の円売り意欲をどう推し量るべきかが依然として重要な論点になる。この点、12月20日、日銀から2023年9月末時点の資金循環統計（速報値）が公表されているので、近況をアップデートしておきたいと思う。2023年9月末時点の家計金融資産は2115兆円と過去最高を更新した。依然、その過半（52.2%）が現預金（外貨預金除く）



であるものの、今回は株式・出資金が12.9%と過去最高タイの比率を記録したことも目に付く（図）。過去にこれと同じ比率だったのが2006年3月末であり、世界が（後にサブプライムおよびリーマンショックとなる）金融バブルに沸いていた時期である。日本においては円安バブルの下、経常収支も貿易収支も積み上げが進んでいた頃だ。なお、日経平均株価に関して言えば、3月末の28000円から約+18%から9月末には33000円台までかなりまとまった幅の上昇を経験している。株式・出資金比率の上昇は株価上昇に伴う価格効果の結果と考えて差し支えない。投資信託（外貨部分を除く）の比率が押し上げられているのも同じく、価格効果を反映していると考えて良いだろう。実際の取引を伴って数量効果で比率が押し上げられるかどうかは2024年から稼働する政府の各種施策がどの程度活用されるかにかかっているが、現時点の比率だけを見れば「貯蓄から投資」は少しずつではあるが胎動を見出せる。

本邦家計部門の金融資産構成（2023年9月末）

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,121.2	100.0
外貨性	74.3	3.5
外貨預金	6.7	0.3
対外証券投資	25.9	1.2
投資信託	41.7	2.0
円貨性	2,047.0	96.5
現預金(外貨預金を除く)	1,106.3	52.2
国債等	28.0	1.3
株式・出資金	272.9	12.9
投資信託(外貨部分を除く)	65.2	3.1
保険・年金準備金	539.1	25.4
預け金など	35.6	1.7

(資料) 日本銀行「資金循環統計」から試算。

本邦家計部門の金融資産構成（2000年3月末）

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.1	100.0
外貨性	13.2	0.9
外貨預金	3.1	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	5.3	0.4
円貨性	1,387.9	99.1
現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9
国債等	50.6	3.6
株式・出資金	138.3	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7
保険・年金準備金	369.9	26.4
預け金など	35.3	2.5

2000年3月末から2023年9月末にかけての変化

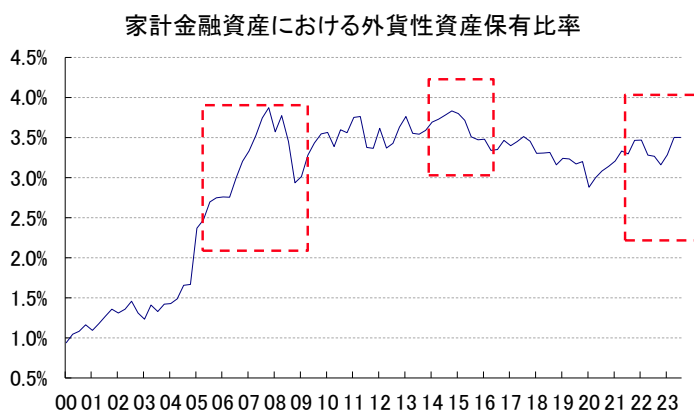
	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	720.1	
外貨性	61.1	2.6
外貨預金	3.6	0.1
対外証券投資	21.2	0.9
投資信託	36.4	1.6
円貨性	659.0	▲ 2.6
現預金(外貨預金を除く)	364.7	▲ 0.8
国債等	▲ 22.6	▲ 2.3
株式・出資金	134.5	3.0
投資信託(外貨部分を除く)	12.9	▲ 0.7
保険・年金準備金	169.2	▲ 1.0
預け金など	0.3	▲ 0.8

外貨性資産比率は四半世紀で約4倍

これまでも繰り返し論じてきたように、2024年から始まる「資産運用立国」論に絡めた各種施策を受けて、家計部門では「円建て現預金」以外を志向する機運が高まる可能性がある。もちろん、資金循環統計におけるボリュームゾーンはあくまで高齢者層であるため、四半期ごとの数字を見るだけで段差を伴

った変化をはっきりと視認する展開は考えにくい。しかし、四半世紀前（2000 年 1～3 月期）と比較すれば、外貨性資産の比率は投資信託を中心として約 0.9%から約 3.5%へ上昇している。比率にして約 4 倍、金額にして約 6 倍の変化は小さいものとは言えない。上昇した比率の幅である +2.6%ポイントのうち+1.6%ポイントが投資信託部分であり、これに対外証券投資（例えば米国個別株などへの投資はここに入る）の+0.9%ポイント、外貨預金の

+0.1%ポイントが続く。資産運用立国の旗印の下、2024 年以降始まる各種施策は基本的には投資信託へのアクセスを円滑にするものが主軸であるから、必然的にこれを通じた押し上げ効果は期待することになる。これまで繰り返し論じてきた通り、その際に選ばれるのが円建て投信ではなく外貨建て投信である傾向は明らかに強まっており、それが円安地合いに寄与している疑いは相当強い。今は大騒ぎするほどの規模感でないにしろ、今後、徐々にそうなっていく可能性はある。

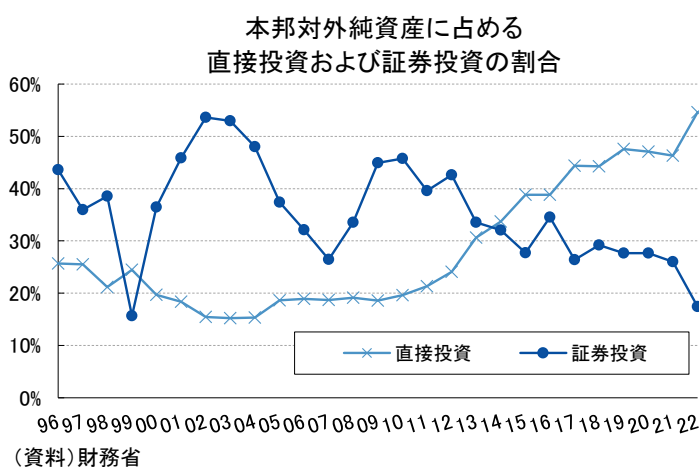


(資料) 日本銀行より筆者試算、点線は円安局面

対外直接投資から得る「家計の円売り」イメージ

なお、メディアのヘッドライン上では新 NISA などが始まると雪崩を打って外貨投資が始まり円安が進むかのような論調を目にするが、筆者は少しずつ「根雪」のように日本人の持つ外貨建て資産が増えていくイメージを抱いている。2010 年頃からフローベースで増え始めた対外直接投資を思い返すと分かりやすい。目下、日本最大手の製鉄会社が米国の製鉄会社を買収したことが円安要因として取りざたされたが、既に報道前よりも円高へ折り返している。1 つ 1 つのディールでどのような為替取引が発生するかは知る由もなく、また、為替取引が発生してもその影響を抑制するように運用が進む可能性もある。結局、フローベースの対外直接投資と円相場の動きにストレートな関係は実は見出しにくい。だが、2010 年頃から始まったフローベースの対外直接投資が地道に積み上げられた結果、ストックベースで見た残高は明らかに為替市場にとって意味を持つ姿に変わっている。

2022 年末時点で世界最大を誇る日本の対外純資産残高の半分が今や直接投資であり、かつて半分を占めていた証券投資は 2 割にも満たない。日本の経常黒字を支える第一次所得収支黒字も半分近くは直接投資収益になっており、その直接投資収益の構成項目である再投資収益が円に還流しないことが「経常黒字でも円安になる」という事実の一因であることは過去の本欄でも繰り返し議論してきた通りだ。1 つ 1 つの対外直接投資が積み重なった結果として、構造的な円安が正当化される状況が仕上がったのであり、



(資料) 財務省

ある日突然、フローベースの取引が為替市場を動かしたわけではない。

今後想定される家計部門による外貨投資についても筆者は類似のイメージを持っている。家計金融資産の過半が高齢者世帯に握られていることを踏まえれば、一夜にして為替市場を揺るがすような外貨投資が進むことは基本的にないだろう（そのようなことが起きるとすれば、欧州債務危機のような事態に直面した時だろうか）。しかし、対外純資産残高における直接投資比率がそうであったように、短期的に見て大きな変化はなくとも、徐々に外貨性資産比率が上昇し、気づけば 10%、15%、20% と比率が切り上がっていく未来は十分考えられる。基本的には円高基調にあった過去四半世紀ですら外貨性資産比率は約 4 倍になったのだから、「貿易赤字国として円高に戻りにくい」という社会規範が定着してくれば、さらに外貨投資は伸びても不思議ではない。NISA などを通じて発生した円売り・外貨買いは長期的な資本フローとして逆流しない（アウトライトの）取引であろうから、際立って円安が進む要因にはならなくても円高が進まない要因として為替市場に埋め込まれていく可能性はある。「家計の円売り」は依然、最大の円安のリスクではあるが、それは短期的なキャピタルフライトという側面に限らず、長期的に見た家計部門のポートフォリオ変化という側面でも理解しておく必要があるリスクである。

◆ ユーロ相場の見通し～インフレは本当に終わったのか？～

《ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～重要性増す労務コスト～》

タカ派貫く ECB、利下げ兆候なし

2023 年最後となる ECB 政策理事会は 2 会合連続で政策金利の据え置きを決定した。だが、FRB とは異なり利下げの示唆はなく、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の償還満額再投資も 2024 年上期で終了する旨が示されるなど、総じてタカ派色の強い会合であった。当然、こうした会合を受けてユーロ相場の騰勢が強まっている。総裁会見での質問は案の定、FRB のように利下げ時期を検討しなかったのかという点に集まった。最初の質問では「将来の金利軌道（the future rate trajectory）に関し、FRB があそこまで姿勢を明示した今、ECB は何を考えているのか」と質す記者が現れた。ラガルド ECB 総裁は従前より提示する政策判断のための 3 基準（インフレ見通し・インフレ基調・金融政策の波及経路）に照らして決めるものであって、時間をあらかじめ設定するものではないことを強調した（time dependent ではなく data dependent だという説明）。

厳密には、それら 3 基準に照らしてインフレ抑制は明らかに進んでいると判断できるが、現在のスタッフ見通しにおけるインフレ予測は市場の期待する利下げ軌道も織り込んでおり、この点を割り引いて（※見通しに照らしてタカ派的に）政策を運営する必要があることや、雇用・賃金情勢に裏付けられたインフレ基調は未だ判断がつかないことを理由に「ガードを下げる（lower guard）」べきではないと回答している。2 番目の記者はより端的に利下げ議論の有無を説いているが、ラガルド総裁は **We did not discuss rate cuts at all. No discussion, no debate on this issue** と述べ、利下げの兆候は全く感じられない。

利上げから利下げを「固体・液体・気体」に例えたラガルド総裁

なお、既報の通り、11 月、ラガルド総裁はメディアイベントの席で今後数四半期、政策金利の変化がないと発言して市場では注目されている。こうした考えが変わっていないのかという点も記者からは質問が出た。ラガルド総裁は多くの記者（および市場参加者）が利上げか利下げの二択しか考えていないことに苦言を呈し、「固体、液体そして気体のようなもので、固体から液体を経ずに気体になることはない。だから今回議論はしていないわけです」と物質の三態を用いて上手く説明を試みている。固体が「利上げ」、液体が「現状維持」、気体が「利下げ」とすれば、固体から液体への変化が進んでいる今、一気に気体の話が出てこないのはと当然という話である。これは言い得ており、上述した 12 月 FOMC では固体から一気に気体へジャンプするような情報発信が見られ、市場が動揺した。本来、利上げの「次の一手」として現状維持も立派な選択肢であり、むしろその状態が続くことこそ中央銀行にとって最も穏当な状況と考えられる。ECB は累次の利上げ効果を見極める局面に入っており、最終的な判断を固めるにあたっては 2024 年上半期のデータを確認する必要があるというのがラガルド総裁の弁である。

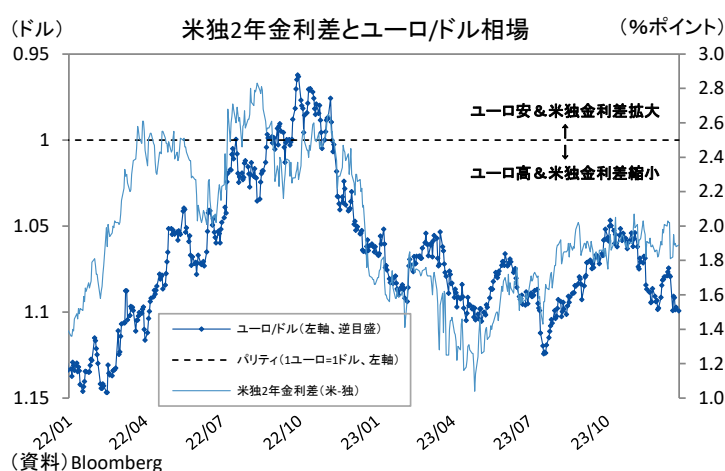
PEPP 再投資停止前倒しと利下げは関係なし

なお、現状維持に関する「数四半期」は少なくとも 2 四半期を指すとすれば、2024 年上半期中は利下げ無しというイメージが抱かれる。冒頭述べたように、PEPP で購入した債券の償還満額再投資も 2024 年上半期で終了する。2024 年上半期を基準として重要な金融政策判断の分かれ目を置いているのは雇用・賃金関連を筆頭にデータが出揃うためという背景があるが、ある記者からは「PEPP の償還満額再投資停止が利下げのための必要条件（prerequisite）なのか」という政策判断のシーケンス（時間的順序）に

まつわる質問が見られている。PEPP で購入した資産の満額償還再投資は 2024 年 6 月末までに終了し、7 月から 12 月末にかけては月▲75 億ユーロずつ満期償還を通じてバランスシートが縮小に向かうことになる。この際、利下げも 7 月以降から始まるという意図なのかという質問だ。結論から言えば、こうした量的引き締め (QT) と利上げの関連性は無く、あくまで単独 (on a standalone basis) で決まるとしている。「PEPP で購入した資産の再投資に関して縮小を検討しているから、政策金利についても何か計画しているかもしれない」という発想は誤りであり、ラガルド総裁はあくまで主たる政策ツールは金利であって PEPP に関しては二の次 (the back burner) だと断言している。バランスシート政策と金利政策の関連性を問う議論は今後も市場で出てくるだろうが、ECB は無関係との立場を貫く。

24 年は域内の労務コストをウォッチすることが殊更重要に

FRB が明確なハト派に変わった一方、ECB がファイティングポーズを解かない構図が定着したことでユーロ相場は押し上げられている。FRB よりも遅く利上げを始めた以上、利下げについても ECB の方が劣後するのは不思議な話ではないのだが、両者の姿勢格差は明確な欧米金利差縮小に繋がっており、これに応じて 12 月のユーロ/ドル相場も追随する傾向にある。FRB、ECB の情報発信を額面通り解釈すれば、今後 3~6 か月間はこうした状況が続き、ユーロ/ドル相場の 1.10 台定着を促すように思える。しかし、FRB がそうであったように、中央銀行の情報発信はある日急激に変わる。物質の三態を例に用いて、そうした急変が無いことを確認したラガルド総裁だが、経済・金融情勢の急変 (金融危機や地政学リスクの勃発など) があれば、固体 (タカ)・液体 (中立)・気体 (ハト) のうち、液体の時間が一瞬で終わってしまう可能性が無いわけではない。12 月の会見を見る限り、雇用・賃金関連の計数で今少しの確証が得られれば直ぐにでも姿勢転換するような様子も感じられた。この点で四半期に一度公表される妥結賃金統計や労働コストの動きは重要であるし、合わせて GDP デフレーターや単位労働コストなども大きな判断材料になりそうである。ラガルド総裁も多様な方法 (multiple ways) で賃金情勢を推し量る旨を強調している。特に妥結賃金状況は正確に読めるものではなく (だからこそ利上げは長引いた)、「思ったよりも強い」がそのまま利下げ議論の開始に直結する恐れは常にある。金利や為替などの金融指標は元より、マクロ経済全体の労務コストを丁寧に分析することが 24 年の ECB ウォッチを進める上で重要と考えられる



しかし、FRB がそうであったように、中央銀行の情報発信はある日急激に変わる。物質の三態を例に用いて、そうした急変が無いことを確認したラガルド総裁だが、経済・金融情勢の急変 (金融危機や地政学リスクの勃発など) があれば、固体 (タカ)・液体 (中立)・気体 (ハト) のうち、液体の時間が一瞬で終わってしまう可能性が無いわけではない。12 月の会見を見る限り、雇用・賃金関連の計数で今少しの確証が得られれば直ぐにでも姿勢転換するような様子も感じられた。この点で四半期に一度公表される妥結賃金統計や労働コストの動きは重要であるし、合わせて GDP デフレーターや単位労働コストなども大きな判断材料になりそうである。ラガルド総裁も多様な方法 (multiple ways) で賃金情勢を推し量る旨を強調している。特に妥結賃金状況は正確に読めるものではなく (だからこそ利上げは長引いた)、「思ったよりも強い」がそのまま利下げ議論の開始に直結する恐れは常にある。金利や為替などの金融指標は元より、マクロ経済全体の労務コストを丁寧に分析することが 24 年の ECB ウォッチを進める上で重要と考えられる

《ユーロ経済の現状と展望～インフレは本当に終わったのか?～》

サービス物価が「最後の砦」

最新のユーロ圏 11 月消費者物価指数 (HICP) は前年同月比+2.4%と 7 か月連続で伸び幅が鈍化し、2021 年 7 月以来、2 年 4 か月ぶりの低い伸びとなった (以下特に断らない限り前年比)。食品、アルコール

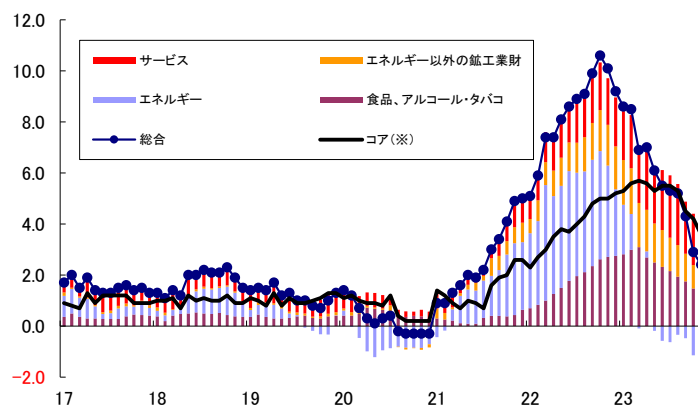
ル・タバコを除くコア指数も+3.6%と+4%を割り込んでおり、インフレ基調が失速していることは間違いない(図)。こうした物価情勢を踏まえ、上述したように年内最後となる12月14日の政策理事会では2会合連続の利上げ見送りが決定されている。市場では2024年4月前後の利下げが織り込まれ始めているが、この点はまだ判断しかねる。かねてECBが注視するのは雇用・賃金情勢を色濃く反映するサービス物価動向であり、それ自体は依然+4%と高い伸びが

維持されている。本当に利下げが現実味を帯びるには四半期に一度公表される労働コストや労働組合の妥結賃金動向で明確な折り返しが確認される必要がある。この点、チーフエコノミストであるレーン ECB 理事は雇用・賃金情勢の先行きに関しイースター休暇(2024年は3月末)を経過しなければ判断できないという見解を示している。「最後の砦」であるサービス物価の高止まりが明確に修正されたことを確認しない限り利下げ議論は難しく、それが4月という想定は早過ぎるように思える。

サービス業の人手不足は消えたとは言えない

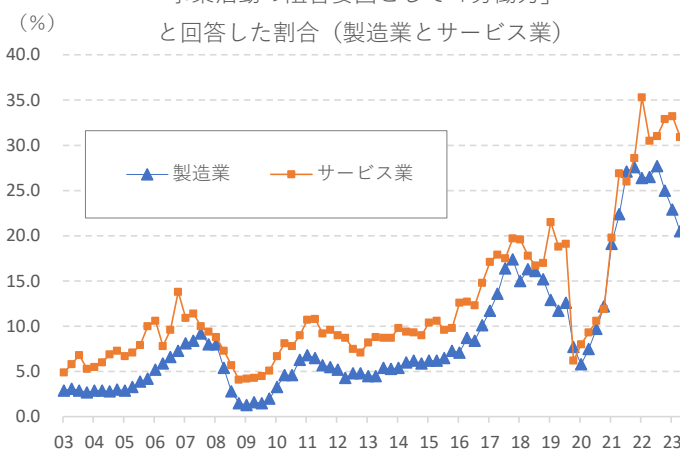
実際、10月に発表された欧州委員会の企業サーベイを見ると、事業活動の阻害要因として「労働力」と回答した割合は製造業に関してはピークアウトが確認できる一方、サービス業については高止まりという印象が残る(右図・上)。サービス物価が思うように下がってこない背景に未だ企業が直面する人手不足感があるのは間違いない。サービス業に関する調査内容をさらに掘り下げると事業活動の阻害要因として「労働力」と回答した割合は依然最多だが、「需要」との回答割合も肉薄しつつあることが分かる(右図・下)。この傾向は製造業も同様だが、業況を支える「需要」がそもそも不足しつつあるという状況が続けば、必然的に「労働力」も不要になるはずであり、賃金の騰勢も緩んでくることが期待される。今はその分岐点に立っていると言えるのではないかと。なお、「資金繰り」との回答割合が増えていることから利上げ効果は確実に浸透していると考えられる。緒に就き始めた感のあ

(%, 前年比) ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移



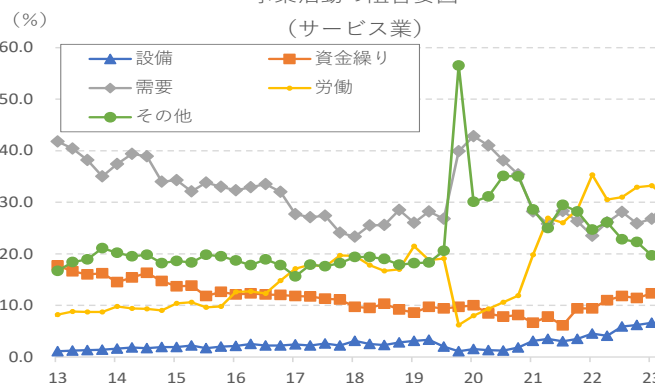
(資料) Datastream ※コアは「エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除く」

事業活動の阻害要因として「労働力」と回答した割合(製造業とサービス業)



(資料) macrobond

事業活動の阻害要因(サービス業)



(資料) macrobond

る賃金・物価スパイラルの流れを完全に断ち切ることができるのか否か。今はその判断の瀬戸際にある
と言え、レーン理事の「まだ判断できない」という認識は正当なものだろう。なお、11 月 HICP の際、
同時にユーロ圏 10 月失業率も出ており、これも 6.5%と統計開始以来最低水準で張り付いている。ECB
の利上げ停止は確実視できるものの、それと利下げ着手はまた別次元の話と切り分ける必要がある。

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。