

中期為替相場見通し

2024 年 1 月 31 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～「家計の円売り」は始まってしまったのか～

円相場の現状と展望について～2024 年も独歩安なのか～	P.3
円相場の需給環境について～2024 年の需給環境を展望～	P.4
家計部門の運用行動について～マイルド・キャピタルフライト～	P.6
日銀金融政策の現状と展望～織り込んでも円安の怖さ～	P.10
米大統領選挙とドル相場～円安・ドル高要因になるのか	P.12
メインシナリオへのリスク点検～「家計の円売り」という美人投票～	P.14

◆ ユーロ相場の見通し～勝負は「夏」に持ち越し～

ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～「夏」がキーフレーズ～	P.16
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.17

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

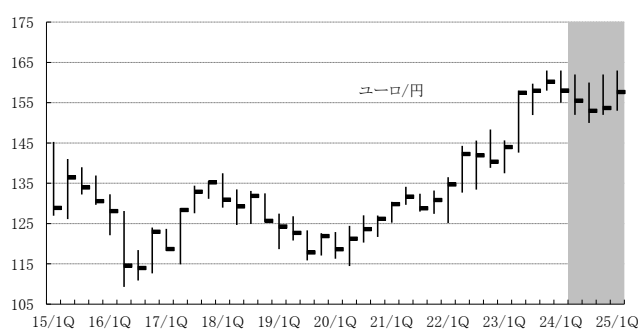
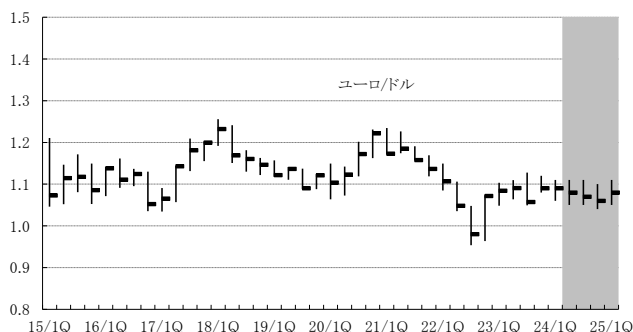
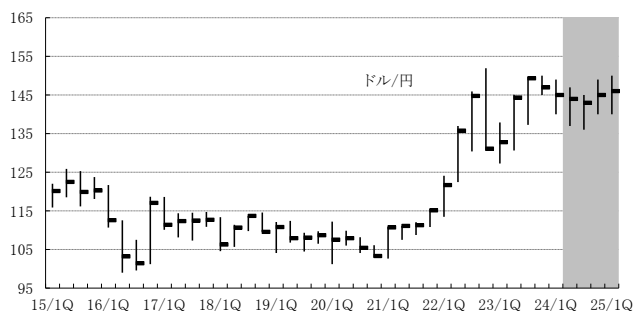
1月のドル/円相場は続伸した。元旦に発生した能登半島地震を受けて「国難で通貨売り」が作用したことに加え、新NISAに伴う「家計の円売り」がテーマ性を帯びたこと、米経済指標が強いことなども重なり、円安地合いが続いた。年初から多くの論点が交錯しているが、やはりかねて本欄で気にかけてきた「家計の円売り」に注目が集まっていることは気になる。鈴木財務相が述べるように、それだけで為替市場の帰趨が決まる額ではないが、為替市場にとって重要なことは「皆がそう思っているかどうか」だ。事実として「家計の円売り」は存在しており、それを国策として推進しようという状況にある以上、これを理由とした円安にはある程度の正当性がある。筆者は（現時点では）新NISAに係る円売りを「7～9兆円」と試算するが、それはキャッシュフローベースで見た経常収支黒字を打ち消すのには十分な額である。想定以上に新NISAがテーマ性を帯びていることおよび「国難は通貨売り」が年頭から効いていることを踏まえ、予想レンジはやや引き上げることにした。また、トランプ大統領再選を念頭に10～12月期以降も円安地合いに回帰する可能性も織り込みたい。もっとも、FRBが年内に複数回の利下げを行うという前提に立てば、4～6月期・7～9月期に円高を拾う機会は到来するという考え方に変わりはない。

片や、1月のユーロ相場は軟化した。ECBは「夏」を1つのキープレーズとして、年央以降の利下げを織り込ませつつある。裏を返せば、夏までは動くつもりはないという意図ははっきりしており、4月末以降に順次明らかになる賃金統計を睨みながら市場の政策金利織り込みは順次変化していくだろう。先行する求人広告ベースの賃金鈍化を考慮すれば、妥結賃金も減速に向かう公算が大きく、ECBもこれを期待していると思われる。5月末の妥結賃金発表を踏まえた6月のスタッフ見通しで賃金ひいてはインフレ全体の落ち着きを確認した上で、最速7月、順当にいけば9月に利下げというのが基本線になるだろう。ECBスタッフの分析では先行して供給制約がインフレ高進の背景という定量分析も年初に提示されており、「2024年は利下げの年」という前提で政策運営は続けられそうである。これに応じてユーロ相場も押し下げが進むだろうが、恐らくFRBの利下げも同時期に重なりそうなことを思えば、大きな下落には至らないと考えておきたい。結局、ユーロ/ドル相場の争点は欧米共にリセッションを回避できそうな今、「どちらが先に利下げするか」にかかっており、同タイミングで始まるとすればむしろドル売りの方がクロズアップされやすくなるようにも思える。実体経済の弱さほど、ユーロ売りは進まないと考える。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1月（実績）	2024年 2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期
ドル/円	140.80 ～ 148.80 (147.50)	140 ～ 149 (145)	137 ～ 147 (144)	136 ～ 145 (143)	140 ～ 149 (145)	140 ～ 150 (146)
ユーロ/ドル	1.0796 ～ 1.1046 (1.0843)	1.06 ～ 1.11 (1.09)	1.05 ～ 1.11 (1.08)	1.05 ～ 1.11 (1.07)	1.04 ～ 1.10 (1.06)	1.05 ～ 1.11 (1.08)
ユーロ/円	155.10 ～ 161.84 (159.93)	155 ～ 163 (158)	152 ～ 162 (156)	150 ～ 160 (153)	152 ～ 162 (154)	153 ～ 163 (158)

(注) 1. 実績の欄は1月31日までで、カッコ内1月31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。

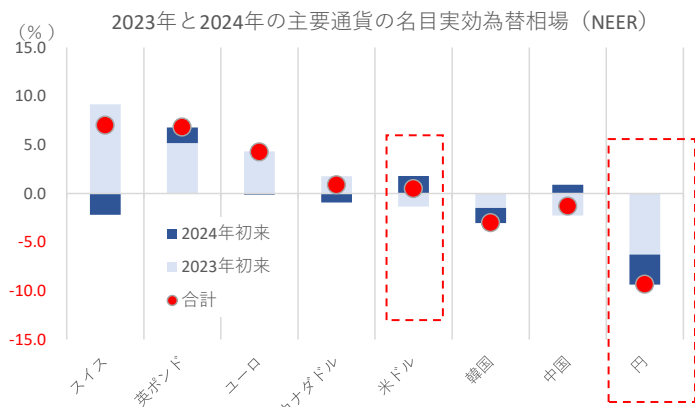


◆ ドル/円相場の見通し～「家計の円売り」は始まってしまったのか～

《円相場の現状と展望について～2024 年も独歩安なのか～》

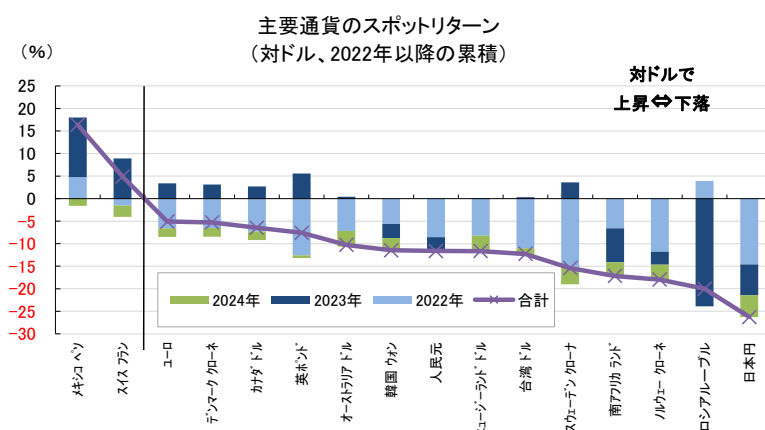
変わらぬ円の現在地

2024 年最初の 1 か月を終えたところでの円の現在地を名目実効相場 (NEER) およびスポットレートから確認しておきたい。NEER で見た場合 (右図)、最強通貨はドルで+1.8%、最弱通貨は円で▲3.1% だった。ちなみにトルコリラは▲1.0% だったので、この 1 か月に限れば円の下落スピードはトルコリラのそれよりも大分早かったことになる。まだ、年初ゆえ 2023 年通年の仕上がりも考慮した上で 2024 年初来の動きを積み上げてみると、最強通貨はスイスフランで+7.0%、最弱通貨は円で▲9.4% となる。NEER で評価した場合、他通貨は 2023 年の反動が目立つ 1 か月だったが、円だけが明確に続落しているのは目に付く。



(資料) macrobond、24年は1月23日までの状況。

次に、対ドルの変化率を主要通貨全般について見ると (右図)、トルコリラとアルゼンチンペソはスケールの問題もあり除外するが、2024 年初来で最強通貨はロシアルーブルで概ね横ばい、他の通貨は全て対ドルで下落している (ロシアルーブルは 2023 年が▲24% だったことの反動もある)。NEER でも示されたように、基本的に 2024 年、最初の 1 か月はドル全面高の裏返しで多くの通貨が下落を強いられた局面だったと言える。



(資料) macrobond、※24年は1月30日まで。

その中でも特に弱い通貨が円で▲4.8% だった。より全体像を捉える意味で円安局面が始まった 2022 年以降の対ドル変化率を累積で見ると、最強通貨はメキシコペソで+16.4%、最弱通貨は円で▲26.3% だ。これより弱い通貨はトルコリラやアルゼンチンペソくらいしかない。G7 通貨というステータスに鑑みれば、いかに円が特殊な値動きを強いられているのか分かる。常々、筆者が「円安の背景には日本固有の構造的理由がある」と主張してきた経緯はこうした円の現在地を見れば分かりやすいと思う。他通貨の動き (例えば日米金利差拡大によるドル高など) から円の弱さを解明しようとするのは無理がある。

「円高の芽」がないわけではない

もっとも、2024 年初来の為替市場がドル全面高である以上、円安もその影響を多分に受けている。下落幅が大きいため、円安の全てを「ドル高の裏返し」と説明するのは相変わらず難しいが、これは恐らく震災に伴う「国難で通貨売り」および少額投資非課税制度 (以下、新 NISA) に伴う「家計の円売り」が

付加された結果だと筆者は整理している。それらはさておき円安の底流にドル高があるとすれば、やはり FRB の利下げ転換は「円高の芽」になり得る。それがどの程度の円高に至るかは別論点だが、このまま全く押し目を経験せずに 150 円台復帰という絵図を筆者は抱いていない。仮にそうなるとすれば、12 月 FOMC の「利下げが視野に入っている」との発言が撤回され、そのまま現状維持が続くというケースが考えられるが、そのような朝令暮改をメインシナリオの前提にするわけにはいかない。「FRB 利下げ無し」はあくまで 2024 年のアップサイドリスクとして温存しておきたい。

しつこいほど繰り返している論点だが、円相場は 10 年程前に分岐点を通過しており、既に「円安の歴史」が走り始めている最中だというのが筆者の考えである。変動相場制以降に経験してきた「円高の歴史」においても円安局面があったように、「円安の歴史」にも円高局面はある。それをもたらすのは FRB の政策転換（利下げ）くらいしか考えられない。もちろん、日銀による連続的な利上げが始まった場合、日米金利差の著しい縮小と共に円買いが復活するという見方はあり得る。しかし、「日銀による連続的な利上げ」が実現するとしたら、それは恐らく円安相場の制御が本格的に難しくなった場合ではないかと筆者は考えている。裏を返せば、そこまでの事態に至らなければ、「日銀による連続的な利上げ」という難業に着手することは考えにくい。ドル/円相場で言えば、150 円を優に突破した上で、160 円や 170 円といった水準が現実味を帯び始めた時ではないか。いずれにせよ 2024 年、最初の 1 か月は思わぬ円安相場に直面しているが、FRB の利下げ局面が始まっても尚、この相場が続く場合は本格的に円安を日本の宿痾と捉え直し、その抑止策を検討する雰囲気が一段と強まると考えた方が良いでしょう。その際、どのような方策が考え得るのかという点については今後、別途議論の機会を設けたいと思う。

《円相場の需給環境について～2024 年の需給環境を展望～》

「新時代の赤字」の定点観測

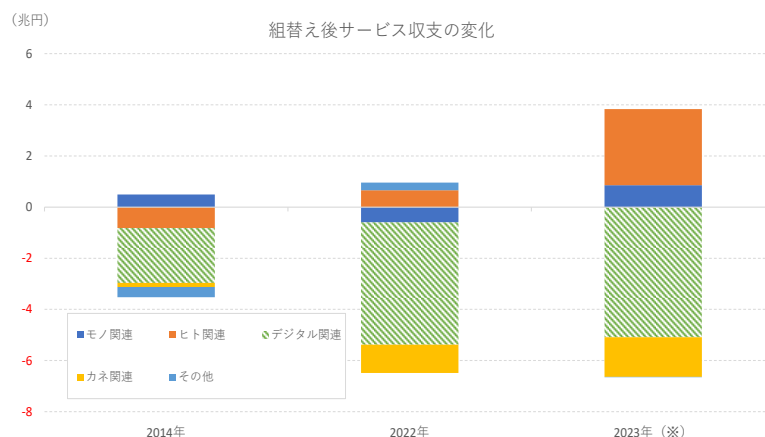
1 日 1 日、能登半島地震が発生した直後、正月休暇中の東京市場では「短期的には円高になる」というアナリストコメントが報じられた。しかし、現実には起きことは円安であった。これまでの円は地震が起きても、津波が来ても、原子力発電所が事故を起こしても、またミサイルが近海に撃ち込まれても「リスクオフの円買い」、「安全資産としての円買い」が発生してきた。時は経ち、貿易収支を中心として外貨が流出しやすい構造が定着したことで、自国に対する災難で自国通貨が売られるという「普通の通貨」に変容したのだと筆者は理解している。

一連の相場動向を踏まえる限り、2022 年 3 月以降、本欄で強調してきた構造的円安の可能性について相応の立証がなされたのではないかと感じる。その意味で今回の震災は「長期円安局面の小休止」を念頭に円高への揺り戻しをメインシナリオとしてきた筆者にとっては想定外の円安リスクとも位置付けられる。国難を通貨安と捉えるのは普通の所作だが、これまでの日本では見られてこなかった光景だ。

なお、昨年来、執拗に議論してきたデジタル関連収支に代表されるサービス収支赤字に係る議論もだいぶ市民権を得始めているように見受けられ、1 月 15 日の日経新聞が使用した「デジタル小作人」というフレーズは日本の現在地を的確に表現する秀逸なものであった。厳密には、サービス収支赤字の背景にはデジタル関連収支だけではなく、コンサルティングサービスや研究開発サービス、保険・年金サービスといった項目もあって、必ずしもデジタルだけの問題ではないが、それが最も大きいのは間違いない。本稿執筆時点では 2023 年 11 月までの国際収支が公表されており、通年の全容は 2 月の発表を待つ必要があるが、デジタル関連収支を筆頭とする「新時代の赤字」がどれほどの規模に至っているのかという定点

観測については照会も多く、改めて整理しておきたい。

1～11 月分のサービス収支についてモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の5分類に分けてみると、合計▲2兆8194億円の赤字となる。このうちデジタル関連収支の赤字が▲5兆909億円であるのに対し、ヒト関連収支（≒旅行収支）の黒字が+2兆9766億円となっており、相変わらず「頭脳労働 vs. 肉体労働」の構図が続いている（ちなみに、それぞれ過去最大の赤字と過去最大の黒字である）。インバウンド需要の急増

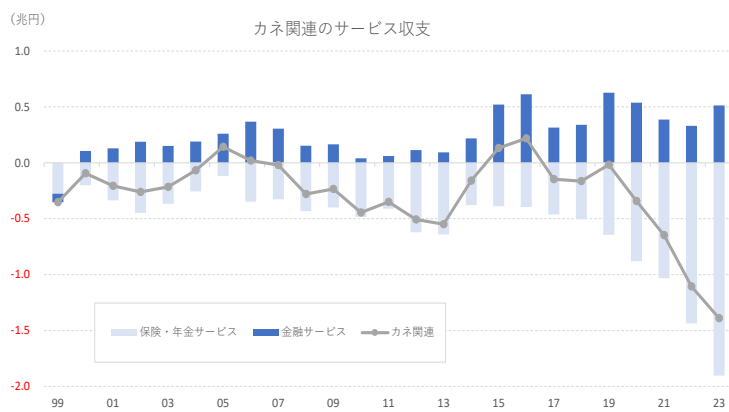


（資料）日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成、※1～11月合計

を背景としてヒト関連収支の黒字が増勢を保つ限り、サービス収支赤字の拡大傾向には歯止めをかけることができる。しかし、日銀短観などから確認できる宿泊・飲食サービス業の人手不足感を踏まえる限り、この構図はそう長くは続かないだろう。これに対し、デジタルサービスの「単価」は米企業の匙加減で決まってしまうため、デジタル関連収支赤字の拡大傾向に着地点は見えない。まさに「小作人は地主の言うことを聞くしかない」状況で、自身の実入りはどうしても増えにくい状況がある。

伏兵としてのカネ関連収支

全体の仕上がりを決するのはデジタル関連収支とヒト関連収支の2項目だが、前掲図を見れば分かるように、カネ関連収支も赤字拡大に寄与している。数字上では▲1兆5510億円の赤字で、これも過去最大を更新するペースだ。過去の本欄でも議論したように、これは保険・年金サービス収支の赤字が猛烈な勢いで広がっていることに起因する。その背景には国内金融機関が投資性の高い保険商品を多く販売した結果、自身ではリスクが抱えきれなくなり、海外の再保険引受会社と再保険契約を締結する事案が増えている実情がある。図示されるように、2020年以降の赤字拡大ペースはかなり一方的で、今後無視できない存在になる恐れが感じられる。現時点でも見方を変えれば、インバウンドで稼いだヒト関連収支黒字の半分がカネ関連収支赤字で食い潰されているという見方も可能で、「新時代の赤字」の一角と言える。デジタル関連サービスやインバウンドに話題が集中する中、赤字拡大に寄与する伏兵である。



（資料）日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」※23年は1～11月合計時点の数字

2024年、円需給の展望

今後を見通すのは簡単ではないが、ラフなイメージと断った上でデジタル関連収支は▲6兆円程度、ヒト関連収支は+3.5兆円程度、カネ関連収支が▲1.7兆円程度、モノ関連収支が+9000億円程度、その他関

連収支が概ね均衡とすると、サービス収支全体で▲3兆円程度の赤字が1つのイメージになる。貿易収支の見通しも難しいが、コロナ以前の10年平均（2010～19年）に関し、貿易収支の平均が▲2.5兆円程度であった。これと合わせると貿易サービス収支で▲5.5兆円程度の赤字が想定される。第一次所得収支は相変わらず+30兆円程度と大幅な黒字を稼ぐだろうが、実際の円買いは黒字全体に対して25～30%程度というのが筆者試算になる。だとすれば、+10兆円程度が「円買いを伴う第一次所得収支黒字」ということになる。貿易サービス収支の赤字と合計すれば+4.5兆円程度だ。ここに意外と大きな第二次所得収支の赤字が▲4兆円程度乗ってくるため、キャッシュフロー（CF）ベースで見た経常収支は概ね均衡から僅かな黒字というイメージになる。2022～23年のCFベース経常収支が赤字だったことを思えば、2024年の需給環境は改善方向が期待できる。しかし、後述するように、ここに新NISAに伴う「家計の円売り」が推定7～9兆円ほど入ってくるのだとすると、やはりトータルで見れば円売り超過の状況が変わらないという考え方もあり得る。具体的な数字を交えた実態は週次の対内・対外証券投資統計などで今後確認することになるが、これまで想定外の円安リスクとして警戒していた「家計の円売り」が足枷となっているからこそ、円安相場が解消されずに続いてしまっている実情は多分に疑われる。家計の円売りは年初から強いテーマ性を帯びているため次項で詳述する。

《家計部門の運用行動について～マイルド・キャピタルフライト～》

マイルド・キャピタルフライト

かねて筆者は「家計の円売り」こそ、円相場ひいては日本経済にとって最大のリスクではないかと論じてきた。2022年5月、岸田首相がロンドンの金融街シティで「Invest in Kishida（岸田に投資を）」と打ち上げ、「資産運用立国」論が取り沙汰された時も「いつまでも家計部門が大人しいとは限らない」という不安を吐露したことがある。周知の通り、この論点について、年初から注目が集まっている。

一部報道では新NISAの稼働を契機として日系大手運用会社が運用する海外株式を対象とする投資信託に1日で1000億円を超える流入があったという事実が伝えられ、これが円相場の軟調地合いの背景にあるという観測が強まっている。年初来、米金利が強含む場面もあったため、円安が日米金利差を受けたものなのか、「家計の円売り」によるものなのかは実際のところ判然としない。但し、数字を積み上げると後者を当て込んだ動きである疑いはある。非常に短期間のうちに家計部門が自国通貨売りを行い、国債を含めた自国通貨建て資産価格が一斉に暴落する場合、「キャピタルフライト（資本逃避）」という表現が使われるが、現状ではそこまでの急性的な症状は出ていない。だが、マイルド・キャピタルフライト（穏当な資本逃避）程度の表現は今後当て嵌まる可能性がある。

関連照会も非常に増えているため、以下では新NISAに伴う「家計の円売り」を掘り下げてみたいと思う。今回はまず、巷間で取りざたされる「家計の円売り」とは一体どの程度の規模なのかを検討する。その上でそれが円の需給環境にとってどれほどのインパクトを持つ数字なのかを検討したい。

「家計の円売り」は年7～9兆円程度か

昨年12月23日の日本経済新聞が報じた『新NISA 積み立て予約、月2000億円規模に～ネット証券5社』では、旧NISA口座数で6割強のシェアを握るネット証券大手5社について、「積み立て設定の事前予約額が少なくとも2000億円にのぼる」という事実が報じられ話題となった。厳密には12月20日時点で2300億円という事前予約額が記事中で紹介されている。その上で「新NISA 積み立て設定で購入

予約された投信（12月20日時点）」について申込金額上位3つの商品が表で紹介されている。その全ては米国株を中心とする世界株で運用する商品であり、3つの商品の月間購入予約額を合計すると1499億円だった。記事によれば日本株を対象とした投信ではトップですら20位にとどまるというから、事前予約されている2300億円はほぼ全額、外貨（とりわけドル）建て資産に向かっている疑いが強い。

報道から得られる数字に基づき「家計の円売り」の具体的なイメージも検討がつく。月2300億円ということは年間で約2.8兆円、シェアが6割として全体を推定すれば4.7兆円（ $2.8 \div 0.6$ ）の円売りという話になる。しかし、記事は新NISAの中でも年間120万円を上限とする「つみたて投資枠」の話であって、これと併用可能な年間240万円を上限とする「成長投資枠」も存在する。ここについてはデータがないものの、仮に「つみたて投資枠」と同じだとすると4.7兆円、その半分でも2.4兆円が乗る計算になる。上限が倍ということで「つみたて投資枠」の倍のイメージとすれば9.4兆円だ。

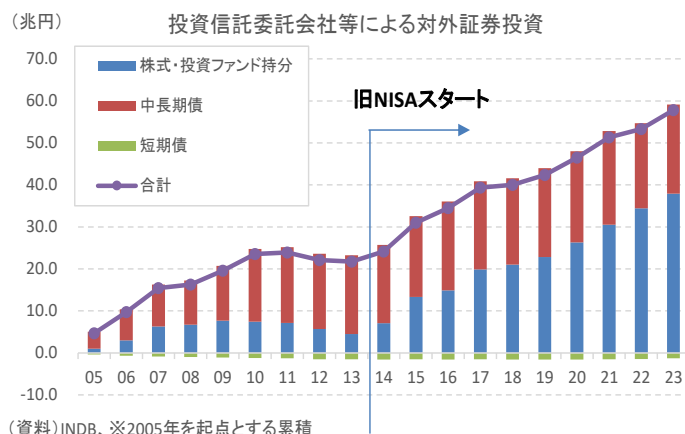
しかし、そう単純には行くまい。非課税枠が倍になっても家計部門の投資余力が強化されるわけではない。現実問題、「つみたて投資枠」と「成長投資枠」の総枠（年間360万円、月間30万円）を使い果たす投資家は稀だろうし、「つみたて投資枠」すら使い切らない可能性は高い。これは旧NISAの利用状況を見れば分かる。金融庁の発表する「NISA口座の利用状況調査（2023年9月末時点）」によれば、2023年9月末時点のNISA（一般・つみたて）口座数は2034万7312口座、その買い付け額は34兆0281億4597万円だ。単純計算で1口座あたり167万円である。2014年から始まった旧NISA（年間120万円）でこの金額なのだから、年間360万円はおろか、その半分でもハードルは高いように思える。なお、冒頭で引用した日経記事における月間2300億円の予約購入は旧NISA口座（約2034万口座）が約1万円ずつ積み立てたくらいの計算になる。とすれば、昨年までの家計の運用実態は「月10万円の非課税枠に対して1万円程度、毎月積み立てる」くらいのものと推測できる。

もちろん、こうした議論は推測の域を出ない。仮に、1つのイメージとして「成長投資枠」は「つみたて投資枠」の半分程度を下限、それと同等程度を上限と想定し「2.4兆円～4.7兆円」としてみよう。そうすると「つみたて投資枠」で想定される約4.7兆円と合計して、「7～9兆円程度」という数字が新NISAに伴う円売りのイメージとして得られる。推測に推測を重ねている数字であるため幅を持って理解する必要があるものの、政府が連呼する資産運用の必要性やこれを受けた世の中における新NISAの煽られ方を見る限り、それほど大胆な予想でもないように思える。

これまでの動向とこれから

1つ言えることは、「今までよりも資産運用ニーズは増える」という想定はほぼ確実ということだ。上記の金融庁調査に基づけば、旧NISAの口座数で言えば、30代（17.5%）・40代（18.9%）・50代（18.3%）がコアゾーンで60代以降はシェアが低下する。見方を変えれば、今後高齢者になる世代は従前の高齢者世代とは異なり、運用意欲とリテラシーを備えた層に入れ替わっていくことが想定される。また、元々コアゾーンだった30～50代も、「円高の歴史」が当たり前ではなくなったことを知る世代に入れ替わっていく。投資ではなく防衛としての資産運用を検討する動機は過去の世代よりもあるだろう。いずれにせよ、ここから運用ニーズが萎むとは考え難い。上述した月1万円の積み立てが1万5000円になるだけでも年間の円売りは約7.1兆円、2万円になれば約9.4兆円となってくる（※成長投資枠を加味しない場合、例えば1万円が1万5000円になった場合、4.7兆円の1.5倍で約7.1兆円という単純計算）。こうした金額は後編で議論する円の需給構造の現状に照らせば無視できない額である。

「今までよりも資産運用ニーズは増える」という予想に立った場合、まず「今まで」を知る必要がある。この点は投資家部門別の対外証券投資動向から大まかなイメージは得られる。具体的には投資信託委託会社等（以下単に投信）経由で対外証券投資がどれほど出ていたかが参考になる。図に示されるように、2014年1月に旧NISAが始まり、それ以降、投信経由の対外証券投資は前年比での増勢は途切れたことが無い。2014年から

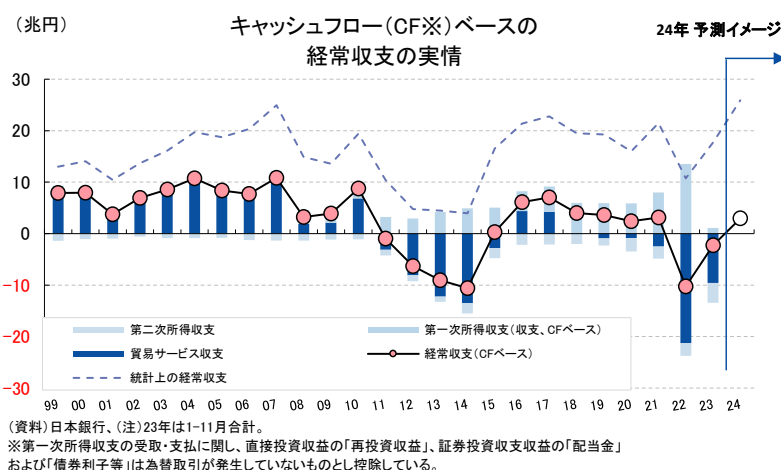


2023年の10年平均で年間+3.6兆円程度、コロナ前に限ったとして2014年から2019年の6年平均で計算しても年間+3.4兆円程度とあまり変わらない。ちなみに昨年は年間+4.5兆円程度増えている。この年間4.5兆円程度が新NISAでどこまで膨らむのかという話だ。既述した「7~9兆円程度」という試算は4.5兆円程度に照らすと1.5~2.0倍程度になる。もちろん、直ぐにそれほどの規模に達するのは難しいかもしれない。しかし、非課税枠拡大による新規資金流入や今後掘り起こされる潜在的な投資家層も踏まえれば、さほど非現実的な想定とも言えないように思える。

「資産運用立国」vs.「観光立国」

では、この「7~9兆円程度」とは現在の円相場の需給環境にとってどれほどの意味を持つ金額なのか。分かりやすいところで経常収支や家計金融資産の現状と比較してみたい。

例えば、昨年1~11月分の旅行収支黒字合計が約+3兆円であった。ちなみにこれは暦年としての過去最大を更新する非常に大きな黒字だ。敢えて国策に照らして表現すると「資産運用立国」に伴う円売りが「観光立国」に伴う円買いを凌駕したというような状況になる。また旅行収支を含めた経常収支という観点に立てば、1~11月分は約+17.7兆円と非常に大きな黒字だった。だが、これは統計上の数字である。



過去の本欄で繰り返し主張してきた通り、経常収支黒字の支柱をなす第一次所得収支黒字は筆者試算によれば25~30%程度しか円買いに繋がっていない。米国債の利子や米国株の配当金、海外子会社の内部留保などは外貨のまま再投資されてしまうにもかかわらず「統計上の黒字」として計上されている。この点を加味した筆者試算のCFベース経常収支では▲2兆円と赤字だ。CFベース経常収支と円相場の関係についてはこれまで執拗に議論したので今回は割愛する。2024年は旅行収支黒字の拡大と貿易サービス収支赤字の縮小が重なることでCFベース経常収支は若干ではあるが黒字を回復するとしても、その若干の黒字も「7~9兆円程度」という「家計の円売り」に飲まれて、やはり円売り超過の体質が変わらな

いという可能性も視野に入る。まさに筆者が常々懸念していた展開である。

「7～9 兆円程度」が家計金融資産構成に持つ意味

家計金融資産にとっても「7～9 兆円程度」という額は小さいものではない。日銀資金循環統計における家計の外貨建て資産は 2023 年 9 月末時点で約 74 兆円と家計金融資産全体（約 2121 兆円）の+3.5%を占めている。これは歴史的に高めの水準だが、まだ特筆するほどではない。仮に年間 7～9 兆円、間を取って約 8 兆円が円建て資産から外貨建て資産へシフトしたとすると、2024 年末には約 82 兆円、比率にして+0.4%ポイントの約 3.9%まで押し上げられる。年間で+0.4%ポイントずつ外貨建て資産比率が上昇傾向した場合、早ければ 1 年後には 4%を優に突破して過去最高を更新する。もちろん、現実には分母である家計金融資産が膨らむのでそう単純には動かない。既述の通り、これまでも投信経由の対外証券投資は年間 3～4 兆円は出ていた。それでも外貨性資産比率が大して押し上げられなかった。その背景は 1 つではないが、例えば高齢化に伴って現預金志向の強い層の比率が上昇してきた事実などはよく指摘される。実際、現預金の水準は每期、過去最高を更新してきた。

しかし、今後高齢者層となってくる 40～50 代は過去よりも投資性向の強い層になってくる可能性もある。預金が減った分、外貨性資産や国内株式への分配が増える可能性は十分考えられる。いずれにせよ「7～9 兆円程度」という投信経由の対外証券投資が出てくるとすれば、それは過去に経験したことの無い規模であるため、外貨性資産比率が続伸しても不思議ではない。

マイルドである以上、まだ円高はある

かくして「家計の円売り」は市場の一大テーマとなっている。しかし、金融市場ではその年にテーマ視されそうなのが 1 月時点で過剰にクローズアップされやすいきらいがある。2024 年 1 月 1 日から新 NISA が始まり、特にクレジットカード引き落としを通じた積み立てが当該月の月初に集中しやすいというマーケットトークも手伝って、一部の為替市場参加者における円安リスクに過ぎなかった「家計の円売り」が過剰にリスク視されている面もありそうである。

上述してきた通り、「家計の円売り」に伴う潜在的威力は確かに恐れるべきものだ。しかし、それは長期的な話でもある。例えば、日経報道で話題になった「月間 2300 億円」という外貨建て投信買い付け額は、株式市場はともかく為替市場の帰趨を決するほどの数字ではない。前月の本欄でも論じたように、あくまで長い年月をかけて「根雪」のように外貨建て資産が増えるというのが筆者の抱くイメージであり、その過程で「意外に円安がしぶとい」、「割と円高にならない」などと感じながら、気づけば主戦場がかつての「100～120 円」から「125～145 円」などにシフトするという未来を筆者は描いている。

「家計の円売り」だけをもって、1 か月に 4～5 円の円安・ドル高が進む、さながら通貨危機のような大きな展開を想定しているわけではない。前編で述べたように、あくまで「マイルド」なキャピタルフライトである。また、資本逃避ペースがマイルドゆえに、仮に FRB の利下げが始まった場合などに備え、ある程度の円高地合いはやはり想定すべきというのが筆者のメインシナリオになる。

マイルドがストロングになるリスク

もっとも、マイルドな状態が永続する保証もない。例えば、現状の家計部門は「10 万円を上限として 1 万円程度、毎月積み立てる」程度の運用行動にとどまっているとしても、そうした行動が変わるかどうか

かは家計部門の胸先三寸だ。上述したような、月間 2300 億円という円売り規模はせいぜい「月に 1 口座 1 万円」というイメージだが、1.5 万円ならば 3450 億円、2 万円ならば 4600 億円と膨らむ。ラフな議論だが、キャピタルフライトがマイルド（穏当）なものからストロング（強力）なものへとシフトする未来は遠いようで近くもある。そのボリューム次第では FRB の利下げ・米金利低下・日米金利差縮小という材料が揃っても、円高に振れないどころか円安が進む可能性すらある。

日本では「皆がやっている」という空気が個人の行動を駆動しやすい。今後、現状のムードに沿って参入してくる投資家層は相応にいるだろう。輸入財を中心として一般物価が上昇傾向にある中、投資というよりも防衛として運用の必要性を感じる層は増えるであろうし、それは相応に合理的な判断でもある。新 NISA を通じ買い付けされた投資は基本的に塩漬けされる「戻って来ない円」であるため、企業の対外直接投資が円高抑止効果をもったように、中長期的な円の方向感を縛る可能性がある。その意味で文字通り、円相場は過渡期にある。2022 年 3 月以降、筆者が今次円安を構造的と形容してきた理由である。

筆者は 2024 年のドル/円相場は取引レンジが明確に変わったことを確認する、言い換えればパラダイムシフトを確認する年だと述べてきた。それは「FF 金利を引き下げても 130 円台止まりだった」という結末を念頭にそう論じてきた。しかし、「家計の円売り」がマイルドなものからストロングなものに変容すれば「FF 金利を引き下げても 150 円台だった」という展開もあり得る。こうした展開は 2024 年のメインシナリオに限って言えば想定外ではあるものの、筆者が最も重視してきた「円の需給構造変化が促す大幅円安」という問題意識に照らせば、単に未来が早まっただけという表現も可能だ。

《日銀金融政策の現状と展望～織り込んでも円安の怖さ～》

本命は依然、4 月会合

注目された 1 月の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。12 月会合後の植田日銀総裁会見および年初の能登半島地震を踏まえ、市場参加者の殆どが「1 月は無風」を予想していたゆえ、各種資産価格の反応も極めて限定的だった。後述する総裁会見がタカ派的と解釈されて円高が一時的に進んだものの、直ぐに値を戻している。展望レポート（表）も消費者物価指数（CPI）の実績を反映する格好で下方修正され、注目度の高い 2024 年度の生鮮食品を除くコアベースに関し、予想中央値は前回（10 月）の+2.8% から+2.4%へと下方修正された。2 年連続、コア CPI が+2%を超えるわけだが、「賃金・物価の好循環が実現されているわけではない」との解釈から現状維持が決断されている。2025 年度は+1.8%とやや上方修正されているものの、「予測期間中に+2%を割り込んでい

日銀政策委員の大勢見通し

（前年度比、%）

	実質 GDP	消費者物価指数 （除く生鮮食品）
2023年度	1.6～1.9 <1.8>	2.8～2.9 <2.8>
10月時点の見通し	1.8～2.0 <2.0>	2.7～3.0 <2.8>
2024年度	1.0～1.2 <1.2>	2.2～2.5 <2.4>
10月時点の見通し	0.9～1.4 <1.0>	2.7～3.1 <2.8>
2025年度	1.0～1.2 <1.0>	1.6～1.9 <1.8>
10月時点の見通し	0.8～1.2 <1.0>	1.6～2.0 <1.7>

（注）<>内は政策委員見通しの中央値。（資料）日本銀行

もっとも、2 年連続で+2%を超えて、3 年目に+1.8%で着地するならば、目標達成を謳っても不思議ではない。この辺りが声明文における「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」というやや強気の表記に滲み出ている。植田総裁も会見でこの

フレーズを繰り返しており、円買いを誘った。既に市場期待の織り込みが済んでいることも踏まえれば、「4月の展望レポートで解除」は本命と考えても差し支えないのだろう。金融市場が春闘（集中回答日は3月中旬）やそれに付随する中小企業の結果を咀嚼できて、金融機関としても決算期末への影響が避けられるという意味で3月ではなく「4月の展望レポート公表時」は合理的な予想ではある。本欄では5月の多角的レビューも経た上で、6月ないし7月の会合がマイナス金利解除時期として相応しいと考えるが、あと半年も待てばCPIは明確に+2%を割り込む。少なくともCPIが着実に切り下がる中、「持続的な物価上昇が実現した」と言い切るならば、早い方が良いのは間違いない。達観すれば4～6月期中にマイナス金利解除というシナリオならば、大きく外すことは無いだろう。

3月も排除されず

なお、4月ですら遅いという見方も徐々に勢いを得つつある。会見で3月会合までの判断材料を問われた総裁は「賃金あるいは経済、物価周りのデータもある程度出てくる。さらに2か月ほどあるので、様々なヒアリング情報も入手できる」と述べている。これを額面通り受け止めれば、3月解除も排除はできない。賃金動向に関して言えば、3月は春闘集中回答日を経て行われる会合ゆえ、3月会合後に明らかになる中小企業動向は見切り発車でも評価できるという読みはあり得る。過去を振り返れば、大きな政策修正にあたっては展望レポートという説明装置抜きにして情報発信することが難しいため、必然的に1・4・7・10月が重要会合になりやすいという傾向はあったし、市場もそのように期待することが多かった。だが、「見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」と述べた以上、確度が「さらに高まっている」もしくは「高まった」と結論付けられれば、展望レポートを待つ必要はない。量的緩和解除は2006年3月、展望レポートを待たずに決断されている。

また、政治的な視点から3月を推す解説も増えている。実質的には異次元緩和の生みの親と言っても良い自民党安倍派に配慮しつつ、思い切った政策正常化が難しいという観測も常々あった。しかし、安倍派（を筆頭に諸派閥）が政治資金問題で解散を強いられる中、政治的配慮が正常化を阻むという考え方も後退している。4月会合直後に国会議員の補欠選挙が相次ぐことも踏まえると、世論に影響しそうな利上げを決断する政策環境として決して適していないという見方もある。そもそも日銀の緩和路線が円安相場に寄与していることは疑いの余地がなく、その円安が国民生活において忌むべき対象になっている以上、政治的にも早く解除させたいという誘因はあり得る。

突き詰めれば、解除を目指す動機は「内外環境が許すうちにやりたい」に尽きるはずだ。国内的にはCPIが下がる前に、政治情勢が混乱する前に、そして円安が社会問題となっているうちに...という思いが正常化の原動力となる。国外的には、欧米が利下げに踏み切る前に、という思いがやはり原動力になる。少なくともCPIが+1.5%を切って、FRBやECBが利下げ路線に突入するような状態でマイナス金利解除を決断するのは不可能ではないが、相当勇気が要る。政治的な中立性も考慮するならば、国政選挙の時期を避けられる3月シナリオは残る。なお、仮に3月に解除を決定せずとも4月が市場予想の中心である以上、3月の情報発信は特別な意味を持つため、いずれにせよ3月会合はライブである。

「不連続性」とは何か？

また、今回、植田総裁は「現時点での経済・物価・金融見通しを前提とすると、大きな不連続性が発生するような政策運営は避けられる」と述べ、その後には「仮にマイナス金利を解除することになったとし

ても、極めて緩和的な金融環境が当面続く」と続けた。これをそのまま解釈すると「+10bpの利上げと共にマイナス金利解除に至っても、その後に連続的な利上げが始まるわけではない」という意図に見受けられる。海外市場中心としてマイナス金利解除を利上げ局面の号砲のように受け止めようとする向きは依然根強く、それらを意識したけん制と思われる。

また、不連続性というフレーズは「マイナス金利解除後もイールドカーブ・コントロール（YCC）を維持するか」という質問の回答にも使われており、「長期国債の買いオペについても出口の前後で大きな不連続性が発生することがなるべくないように金融政策を運営したい」と総裁は述べた。YCCの存廃に関し直接的な言質は与えていないものの、「マイナス金利を解除したからといって日銀の国債市場への介入が急になくなるわけではない」ことを示唆しているのだろう。この点は過去の本欄でも論じているが、形式上のYCCがあろうとなかろうと、名目GDPを超える国債を抱える以上、日本の国債市場は陰に陽に日銀の影響力が当分残ることになる。YCCがどうなるかはさておき、何らかの形でイールドカーブがコントロールされる状況はマイナス金利解除後も当然残る、というのが総裁発言の真意だと思われる。

円安リスクとしてのマイナス金利解除見送り

最後に恐れるべきリスクを注記しておきたい。それは「本当にマイナス金利解除が可能なのか」という点だ。3月にしても、4月にしても、「春闘やこれに付随する中小企業の賃上げ行動が十分強い」という前提の上で解除時期を当てるゲームが展開されている。これは植田総裁がこれまで正常化の条件として連呼してきた「第1の力」から「第2の力」へのバトンタッチが確認できるという言い方にもなる。それは持続的な賃金上昇が持続的なサービス物価上昇として結実する構図を意味するわけだが、果たして、あと3か月でそこまでの見通しが作れるのだろうか。企業の賃金設定動向は確実に読めるものではなく、もっと言えば海外の経済・金融・政治情勢はさらに読めない。

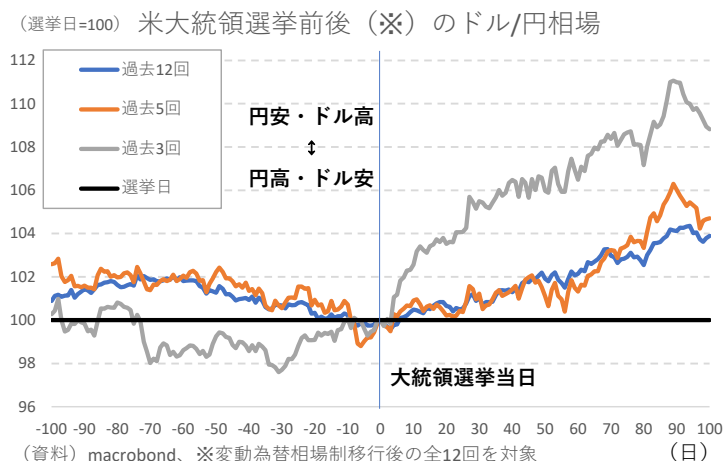
こうした状況を踏まえ、既に昨年12月や1月を逃した時点で機を逸したという意見も一部にはある。可能性は高くないにしても、「解除できず」シナリオも現時点では排除できるものではない。例えば米シリコンバレー銀行破綻に伴い、にわかに大幅利下げ観測が浮上したのが昨年3月だ。そのような状況に至れば、日銀が正常化判断に踏み込むのは相当難しくなるだろう。最も恐れるべきはマイナス金利解除が既定路線となっているにもかかわらず、ドル/円相場が145円以上で安定しているという現状だろう。織り込んだ上で145円以上の円安・ドル高相場が持続していると考えれば、マイナス金利解除見送りは本欄にとってはかなり大きな円安リスクと考えるべきである。

《米大統領選挙とドル相場～円安・ドル高要因になるのか～》

過去の経験則から見えてくるもの

現時点で本欄が2024年半ばにかけて抱くメインシナリオは「FRBの利下げに伴い米金利が低下し、円高・ドル安が進む」というオーソドックスなものだ。仮に、こうした「緩やかな円高」というメインシナリオが覆され、逆に円安が再起動する可能性があるとするれば、どのような要素が考えられるか。例えば、①FRBの利上げ復帰、②米大統領選挙を受けたドル買い、③日銀の追加緩和などは考えられる。パウエルFRB議長が昨年12月FOMCにおいて利下げ可能性を示唆している経緯も踏まえれば、①はあまりにも節操のない話であり、現実的な展開とは思えない。マイナス金利解除が争点になっている今、③は①以上にあり得ない話だろう。日米金融政策については日米金利差縮小がシナリオの前提になる。

では②をどう考えるか。米大統領選挙にまつわる為替市場のアノマリーを踏まえると、上記の①や③よりも現実的な話であり、円安要因には思える。大統領選挙日前後の100日間を対象として値動きを見ると、「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向がある。これは直近の傾向に限らず、米大統領選挙に関し、1976年以降の全12回、2004年以降の過去5回、2012年以降の過去3回、いずれで計算しても類似のイメージが得られる(図)。2024年は上半期にFRBの政策転換が期待できるのだとすれば、こうした軌道を辿る可能性は尚の事、警戒される。



アノマリーの背景を探る

なぜ米大統領選挙に絡んでこのような為替変動が起きるのか。事実に基づいた論理的な説明が難しいものの、歴史的に繰り返されてきたパターンを「アノマリー」と呼ぶため、決定的な答えを突き止めるのは難しい(そもそも答えが存在するのかもわからない)。その上で敢えて背景を探るとすれば、「米大統領選挙前は政治的不透明感が大きいので米国からの資金逃避が起きやすい」という指摘は相応に納得感がある。実際、過去の米大統領選挙を通じて「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向が見出せるのだから、勝利政党がどこであれ相場反応は同じだったということになる。そう考えると、政治的不透明感を理由にした売買という仮説は相応に筋が通る。今回に限って言えば、トランプ氏の再選が掛かっているため「政治的不透明感が大きいので米国から資金を引き上げる」という思惑は一段とありそうである。仮にトランプ候補が無事に立候補を果たし、再選に至った場合、採用される経済政策は対外的には保護主義路線、対内的には拡張財政路線と考えて間違いない。前者は対米資本流入を促すだろうし、後者は需給ギャップのタイト化を促す。経済・金融分析の観点からはインフレ誘発的な政策運営であり、「米金利低下に応じたドル売り」というコンセンサスが根底から揺らぐことになる。もちろん、本稿執筆時点では現時点ではトランプ氏が立候補資格をそもそも有するのかという点から疑義が生じており、現時点で「トランプ政権下の米国」を前提にシナリオメークすることは気が早過ぎる。だが、可能性の1つとしてウォッチしていくべきと考える。

どっちが勝ってもどの道、保護主義は不変

もともと、勝利するのが民主党であれ、共和党であれ、保護主義路線は不変だろう。事実、トランプ政権からバイデン政権に代わっても保護主義路線は何も変わらなかった。バイデン政権が推し進める歳入・歳出法(通称インフレ抑制法、IRA: Inflation Reduction Act)や、CHIPSおよび科学法(CHIPSプラス法)は保護主義の象徴である。この点、「どちらが勝ってもどうせ保護主義続行」という前提で見れば、為替市場に対しても本質的な影響は小さいように思えるが、トランプ政権になればより形振り構わないアプローチが展開され、ヘッドラインでの騒がれ方も大きくなるだろう。為替市場の観点からは、保護主義路線に伴って米国への資本回帰が想像されやすくなる。それ自体はドル高を呼び込みやすい。

一方、トランプ政権となった場合、2016～2020 年の第 1 次政権がそうであったように、ひたすら「弱いドル」を選好するような情報発信が行われる可能性もあり、この点を心配する向きも多い。だが、トランプ大統領の在任期間中である 2016 年 11 月から 2020 年 10 月までのドル相場が下落傾向にあったという事実はなく、例えば期間中の名目実効ドル相場の変化率は約+1.8%と上昇している(図)。トランプ在任期間中の殆どが利上げ局面と被っていたため、いくら口先介入してもドル相場を押し下げるには至らなかったという考え方もできる。そうすると今回は、利下げ局面と重なりそうであることから、口先介入が奏功する可能性も確かにある。しかし、在任期間中、トランプ大統領は「強いドル」への選好を口にすることもあり、実際、為替に対する定見はなかったのではないかと筆者は感じている。細かな論点を現時点で追求することに意味はないが、現時点でドル/円相場について言えることは、「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向があったという事実である。現在入手可能な情報に基づく限り、10～12 月期以降の円安回帰をメインシナリオとするだけの材料と整理しても良いと考えておきたい。

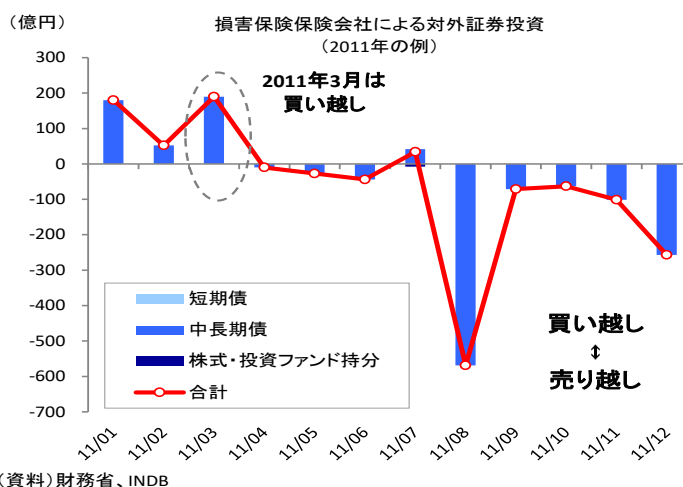


《メインシナリオへのリスク点検～「家計の円売り」という美人投票～》

「家計の円売り」という美人

1 月 19 日、鈴木財務相は新たな NISA に伴う「家計の円売り」が円安を促しているという論調に対し「新しい NISA だけに変動要因を求めるということは困難」との見方を示した。家計の投資行動に絡んでは「分散投資の観点から国内資産のみならず海外資産への投資が増加していることは認識している」と述べ、為替市場は「国内外の経済、財政状況、国際収支、金融政策の動向、投資家の予測やセンチメントなど様々な要因で決定される」との見方も示している。

こうした鈴木財務相の発言は正しい。筆者は新 NISA に伴う「家計の円売り」規模について、本稿執筆時点で入手可能な情報に基づけば「7～9 兆円」程度と試算するが、それは為替市場の潮流を決するほどの数字とは言えない。しかし、為替市場にとって重要なことは「皆がそう思っているかどうか」だ。ケインズが株式市場を美人投票に例えたのは有名な話だが、為替市場も同じだ。むしろ、ある面では株式市場よりも直情的な性質を備えた為替市場では「皆がそう思っているかどうか」は重要なポイントになる。東日本大震災時の円高がまさに典型例だ。2011 年 3 月 11 日の震災



発生以降、本邦の損害保険会社が保険金支払いに備えるために外貨建て資産を売却し、円に戻すのではないかという憶測が広がった。「世界最大の対外純資産国」である以上、有事に直面した際、手元流動性を改善するために外貨建て資産を売却するという行動は十分想定されるものであり、そもそも為替市場ではそれを「リスクオフの円買い」と呼び円高説明の免罪符のように使っていた。よって、「損保のレパトリ」は大きな抵抗感もなく為替市場で受け入れられ、実際に円は1ドル76円台まで急伸、約10年半ぶりとなる円売り・ドル買い協調為替介入が実施される事態にまで至った。しかし、その後に財務省から発表された投資家部門別の対外証券投資によれば、2011年3月の損害保険会社は買い越し、すなわち外貨建て資産を積み増していた（前頁図）。多くの市場参加者が信じるに足るかどうかが大事なのであって、真実は脇に置かれることもある好例だろう。

「家計の円売り」は「根も葉もある憶測」

問題はここからだ。新NISAを契機とする「家計の円売り」が真実ではなく、あくまで一過性の美人投票の結果だとしたら、円安相場もじきに収束するだろう。いくら為替市場でも真実ではないものがいつまでも続くことは無い。だが、「損保のレパトリ」と違って「家計の円売り」は実際に存在する。しかも、それを国策として後押しする状況があるのだから、今後も増勢は続くだろう。政府が資産運用の必要性を強調し、「家計の円売り」で円安が進んでいると喧伝されている現状を受けて、これから投資を始めようとする市井の人々は何を思うか。当然、自分も外貨建て資産を購入してリスクヘッジしようとするはずである。上述したように、筆者は（現時点では）新NISAに係る円売りを「7～9兆円」と試算するが、それは為替市場全体にとっては大きな額とは言えないまでも、日本のCFベースで見た経常収支黒字を打ち消すのには十分な額だ。その意味では「損保のレパトリ」より「家計の円売り」は「根も葉もある憶測」と言って良い。今は小さなフローでも自己実現的に大きなフローに変わる可能性はある。

FRBが円安を停めてくれることを願う状況

幸い本稿執筆時点ではFRBの利下げ局面はまだ始まっていない。実際にFF金利引き下げが始まれば、現状の円安圧力を打ち消してくれる可能性はある。裏を返せば、もはやそこに賭けるしかないという状況とも言えるが、FF金利を引き下げても円安相場が動じないということは流石に考えにくい。よって本稿執筆時点で筆者は方向感自体、まだ円高で想定しておきたいと思っている。しかし、「家計の円売り」が徐々にボリュームを帯びてくるとマイナス金利解除と共に円高材料で出尽くしになること、米大統領選挙に伴う過去のアノマリー（選挙前後でドル高になりやすい）を踏まえれば、10～12月期にドル/円相場は持ち直すものとは考えている。

問題は、4～6月期および7～9月期にFF金利の引き下げが行われたとしても円安地合いを覆せないような事態になった場合だ。もう為替介入や企業部門に対するレパトリ減税など、為替フローに直接訴えかけるような施策が検討される可能性がある。現時点でそこまでの動きをメインシナリオにするわけにはいかないが、リスクシナリオとして留意する価値はあるだろう。それにしてもFRBが利下げしない限り、「望まぬ通貨安」に頭を抱えるようになるという構図は発展途上国そのものであり、円高を忌避するために必死に財政・金融政策を動員していた10年前からは隔世の感を覚える。

◆ ユーロ相場の見通し～勝負は「夏」に持ち越し～

《ユーロ圏経済・金融情勢の現状について～「夏」がキーフレーズ～》

「夏」がキーフレーズ

1月のECB政策理事会は3会合連続の現状維持を決定し、預金ファシリティ金利は4.00%で据え置かれた。注目された利下げに関する情報発信も殆どなく、最初の記者質問でこれを問われたラガルドECB総裁は「the consensus around the table of the Governing Council was that it was premature to discuss rate cuts」と一蹴している。かねてECBは「2024年半ば」を1つの節目と見なしてきている雰囲気があった。12月会合で決定されたようにパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）で購入された資産に関し、その償還額が満額再投資されるのも6月末までとされている。この点、1月18日のダボス会議でもラガルド総裁は夏の利下げ可能性について問われ「あり得る」と回答した経緯がある。今回の会見でラガルド総裁は、その発言を取り上げた上で「I typically stand by my comments」と念押ししており、あくまで夏までに大きな政策修正が想定されないことを確認している。なお、今年に入ってからタカ派筆頭のナゲル・ドイツ連邦銀行総裁すら「夏休み」が適切な検討時期と言及している。検討時期として「夏休み」を想定しているのならば、やはり9月会合は1つの重要なタイミングになるのではないのか。

裏を返せば、3月や4月の会合で利下げ観測が浮上することが無いように、意図的に夏がキーフレーズとして持ち出されているとも考えられる。ちなみに「4月利下げはなさそうか」と尋ねた記者も現れているが、ラガルド総裁は「3月のスタッフ見通しで考えることであるし、それを考えること自体は時期尚早」と返している。3月会合に何も起こらないことは自明として4月の可能性を払拭しているわけではないが、後述する通り、確認すべき計数は4月いっぱい待つ必要がありそうなことを踏まえると、3～4月に大きな動きは無いと考えておきたい。

「遅過ぎる利下げ」についてはコメントなし

その後、どのような賃金指標をウォッチしているのかといった質問などがかわされる中、3番目の記者が「春の終わりまで発表されない賃金データに依存することは遅過ぎる利下げに繋がると思わないか」と質す記者も現れている。これに対し、ラガルド総裁はECBとしてウォッチしているのは「広範なデータ（whole range of data）であって、賃金指標だけを見ているわけではなく、3月までには1月や2月の域内消費者物価指数（HICP）も確認できる」とやや反論気味に述べていた。その上で「賃金に明確な関心を抱いているのは賃金がサービスの重要な要素であり、サービスはインフレの内訳の一部であり、依然として下げ止まっており、12月から11月にかけて+4%にとどまっているからだ。そのような項目はサービスだけだ」と続けている。これらの回答は質問者の「遅過ぎる利下げに繋がると思わないか」という質問には答えられていないように筆者は感じたが、「賃金に目を奪われているとバックワードルッキングな政策運営になる」という批判に対し「色々見ている（賃金に目を奪われているわけではない）」と反論する構図に落とし込んだと見られる。ちなみにラガルド総裁は賃金の評価について「過去の賃金統計や、1人当たり雇用者報酬、妥結賃金、などを分析する限り、わずかな低下（a slight decline）が見られる」と述べ、順当にいけば大きな誤算なくインフレの収束を確認できるという姿勢を示している。

4月末を跨ぐまで何も決められず

他の問答においても雇用・賃金関連に関し、どの計数を見ているのかといった質問は多く、ラガルド総

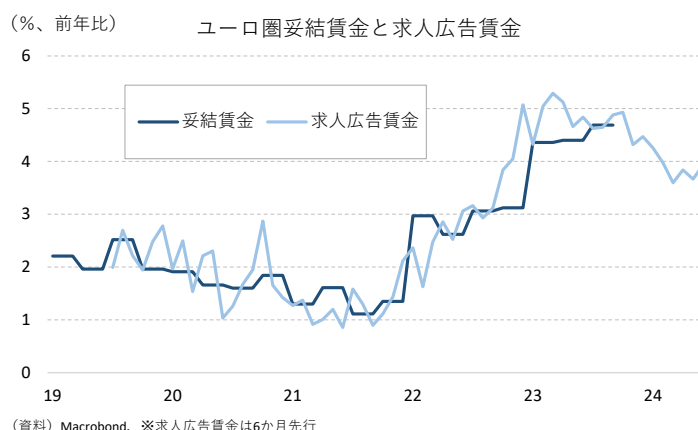
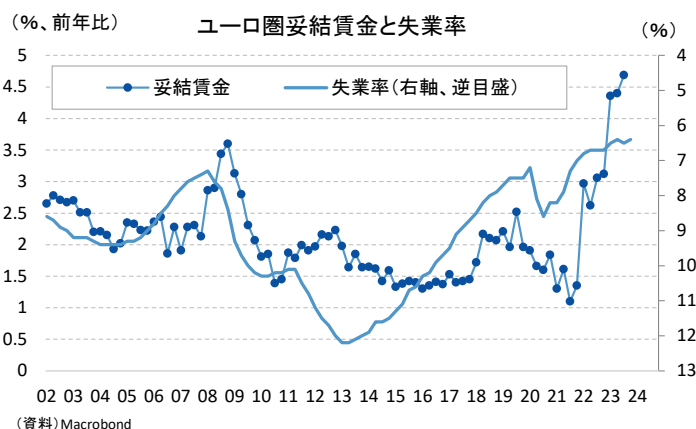
裁がその都度、特定の指標を見ているわけではないと繰り返している。とはいえ、注目度が高いのはやはりユーロスタットや ECB から出てくる統計にならざるを得ない。ある記者は「1～3 月期の妥結賃金は（ECB から）4 月末から出てくると思うが、その理解で正しいか」と時期を聞いただけであったが、ラガルド総裁は「I would not draw any conclusion from a date of publication」と回答している。統計発表の時期を確認しただけの質問に対してはやや語気が強いのではないかと感じられ、却って、5 月末に発表予定の妥結賃金統計の重要性がクローズアップされたようにも見えた。ちなみに足許の計数を確認しておく、11 月時点のユーロ圏失業率は 6.4%と 5 か月ぶりに低下し、失業者数も 3 か月ぶりに減少している。その上で現時点の最新となる 2023 年 7～9 月期時点の妥結賃金は、いまだ高止まりしている（右図・上）。もっとも、物価騰勢の落ち着きや、先行する求人広告ベースの賃金の鈍化に鑑みれば、妥結賃金も減速に向かう公算が大きい（右図・下）。1～3 月期のデータでこういった動きが確認されれば、6 月のスタッフ見通しを経て、最速 7 月、順当にいけば 9 月に利下げという線が見えてくるだろう。

逆に、域内の雇用市場が逼迫したままであることを踏まえると、妥結賃金が再浮揚する可能性も考えられ、仮に妥結賃金が鈍化しても「失業率が低い」という理由で利下げに慎重な情報発信をすることも不可能ではない。今後の政策金利軌道としては「9 月までに利下げ」を基本シナリオとしつつ、その回答はたとえ 3 月のスタッフ見通し改定を経ても 4 月末までは分からないというのが実情に近い。考えるほど 3 月会合は無風で、妥結賃金を確認できない 4 月会合も同様になる可能性が高いと予想したい。

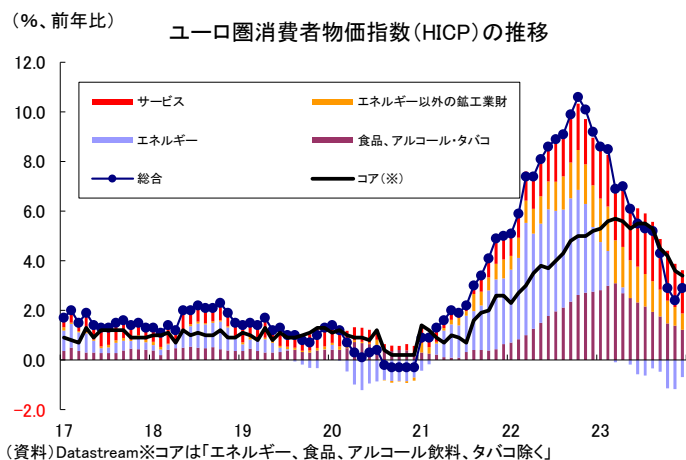
《ユーロ経済の現状と展望～インフレは本当に終わったのか？～》

再浮揚するユーロ圏インフレ率

1 月 25 日はデギンドス ECB 副総裁がマドリードで行われた講演において 2023 年 10～12 月期のユーロ圏経済がマイナス成長となり、7～9 月期から続けてテクニカル・リセッション（景気後退）に陥っていた可能性に言及している。同時に、注目されるインフレ率に関しては「エネルギーのプラスのベース効果が始まるほか、エネルギー関連の補償措置が失効するため、インフレ率は一時的に上昇するだろう」と述べ、鈍化フェイズが一旦終わり、再浮上する可能性に言及している。この点、最新の 12 月ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は前年比+2.9%と前月の同+2.4%から+0.5%ポイントも再加速しており、デギンドス副総裁の発言を裏付けている。HICP の伸び幅が前月比で拡大するのは 2023 年 4 月以来、8 か月ぶりだ。インフレ率鈍化を主導してきたエネルギーの下落率が前月の同▲11.5%から今月は同▲6.7%へ大



幅に落ち込んでおり、確かにエネルギーにまつわるプラスのベース効果が作用し始めている状況が確認できる。しかし、エネルギー以外の鉱工業財は同▲2.9%から同▲2.5%へ減速が続いており、懸案のサービスも同+4.0%から横ばいとなっている。サービスの騰勢が停まるのは2023年7月以来、5か月ぶりであり、このまま域内の雇用・賃金情勢が収束に向かうのかどうか注目される。以上の結果、エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースで減速しているため、ヘッドラインのインフレ率こそ跳ね上がっているものの、基調的なインフレ率を重視する ECB にとってはそれほど不安な状況とは言えないように見受けられる。デギンドス副総裁を始め、多くの ECB 高官は元々想定していた動きが出てきているだけであり、HICP 再浮上が政策運営上のリスクになるとは思えない。



ECB ワーキングペーパーの見解

なお、域内のインフレ情勢を分析するという観点からは、1月9日に ECB がワーキングペーパーとして『Supply chain disruption and energy supply shocks: impact on euro area output and prices』を公表している。この中ではパンデミックやロシア・ウクライナ戦争を受けた HICP 急騰について計量分析が行われており、「2020年初頭からの大きな供給制約 (the great supply shocks) はコア HICP 上昇の約 55%、インフレ期待 (2 年) の約 60%を説明できる」との見解が示されている。ペーパーの要約 (abstract) 部分にも「コアインフレ率やインフレ期待の動向に関し、その大部分はサプライチェーン毀損によるショックで説明可能であり、それより多少影響は落ちるが、エネルギーの供給ショックでも説明できる」と論じている。総じて、ペーパーからは今回の経済・物価動向の乱高下は基本的に供給ショックを受けたものであって、永続性を伴う懸念は無いという胸中が透ける。

もちろん、ワーキングペーパーは ECB の公式見解を裏付けるものではないが、従前的高官発言と大きな齟齬があるものでもない。あくまで供給要因から発生した一過性のインフレ高進であると割り切れれば、ECB が伝統的に懸念する二次的波及効果 (second-round effect)、端的には賃金・物価スパイラルの不安は無いという話になる。上述したように、その最終的な回答は 4 月末以降の雇用・賃金データを吟味しなければ分からないわけだが、今次インフレ局面の背景をあくまで供給ショックと割り切るのであれば、それが概ね解消している 2024 年以降、利下げのハードルは一段と低くなることにはなる。

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。