

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO みずほ銀行

中期為替相場見通し

2024年3月29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～日銀の「優しさ」が招いた年初来高値～

日本の金融政策の現状と展望～円安は「優しさの代償」～	P.3
日本の経済金融情勢の近況～GDP の名実格差と中進国容疑～	P.5
円相場の需給環境について～2024 年、CF ベース経常収支は赤字スタート～	P.8
家計部門の運用行動について～試される個人投資家の芯～	P.9
米金融政策の現状と展望～少なくなるドル/円相場の「押し目」～	P.13
メインシナリオへのリスク点検～日銀連続利上げは円高・円安双方のリスク～	P.14

◆ ユーロ相場の見通し～改めて勝負は 6 月に。ECB は無風の約束～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～6 月まで材料なし～	P.16
ユーロ相場の現状と展望～利下げを急ぐ必要性は乏しい～	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

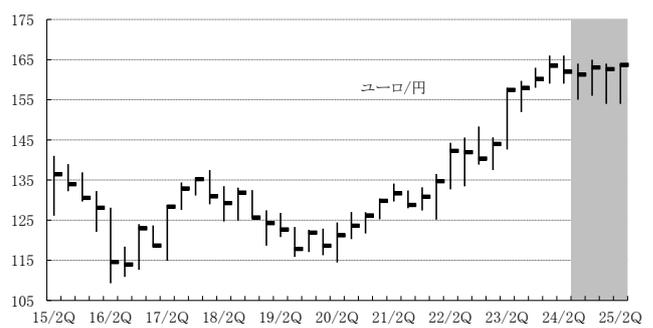
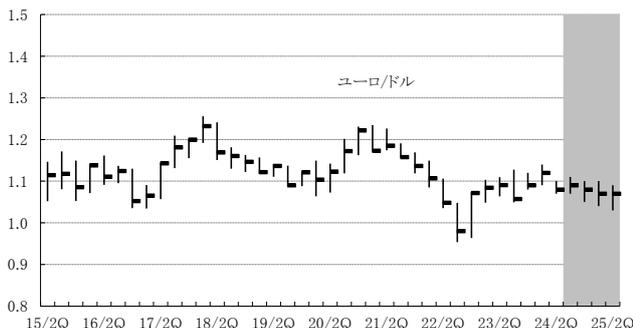
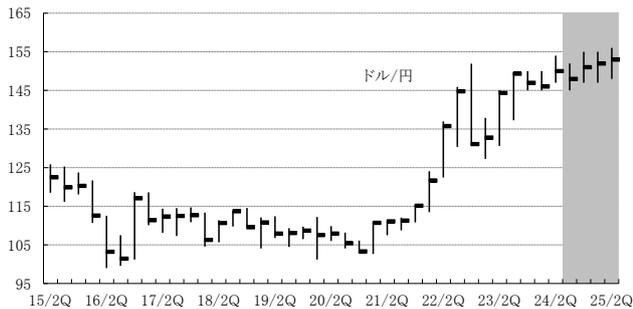
3月のドル/円相場は34年ぶりの高値更新に至った。日本発の唯一にして最大の円高材料と考えられた日銀のマイナス金利解除は事前のリーク報道で費消され、結局「噂で売って、事実でも売り」という具合に消化された。決定内容も債券市場への「優しさ」が前面に押し出されるものであったため、為替市場で期待された円安抑止効果は出ていない。現状の日本経済は金利上昇を抑止する代償に円安を甘受する状況にある。本欄では執拗に述べている点だが、日米金利差で円相場動向の全てを整理しようとする姿勢は思考停止であり、需給構造の変化も合わせて評価すべきである。CF ベース経常収支は赤字が続き、投信経由の対外証券投資は過去に類例のないペースで買い越しが続いている。1年前と比べて国際収支を筆頭とする需給構造の変化を円相場の分析に用いる論調は明らかに増えており、それは財務省が国際収支分析のための有識者会合を設置する現状を見れば自明だろう。円安が続くのはFRBの利下げが遅れているからではない。日本が外貨の取れない国になりつつあるからである。もちろん、FRB利下げに応じて「押し目」は期待できるだろうが、決して大きなものにはなるまい。日銀のマイナス金利解除というカードが上手く使われなかったことも勘案し、見通しはやや上方修正を検討する。

片や、3月のユーロ相場は膠着が続いた。3月のECB政策理事会を経て、年央まで当面の無風が約束されたような状況に入っている。少し前までは米国に比べて実体経済が大きく劣後するユーロ圏は早期利下げに追い込まれ、ユーロ相場も押し下げられるというのがメインシナリオであったが、域内経済は深いリセッションを回避できそうな情勢である。結果、FRB、ECBの両中銀が利下げに着手するタイミングはほぼ同時期になりそうであり、予測期間中の欧米金利差も大きな振れが無い可能性もある。それに基づいて予見されるユーロ/ドル相場の軌道も方向感に乏しくなるだろう。域内経済に目をやれば、ECBの利下げを決する名目賃金情勢は堅調が予見され、年内+4.5%程度の騰勢が続くそう。過去の経緯を踏まえれば、そうした賃金情勢を背景としてHICPが+2.0%程度に着地するのは難しく、ECBが利下げを急ぐ展開は想定しづらい。また、PMIを見てもサービス業の景況感には底堅さが見られ、名目賃金が顕著に失速する兆候はない。かかる状況下、ECBの早期利下げを織り込むような市場期待は脆弱であり、利下げ着手は年後半以降にずれこむと予想したい。なお、2023年も暖冬であったことがドイツを主軸とする需給構造の盤石さを支えており、それがユーロ相場の大崩れを防いでいることも重要。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～3月(実績)	2024年 4～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	140.80 ～ 151.97 (151.32)	147 ～ 154 (150)	145 ～ 152 (148)	147 ～ 155 (151)	147 ～ 155 (152)	148 ～ 156 (153)
ユーロ/ドル	1.0695 ～ 1.1046 (1.0784)	1.07 ～ 1.10 (1.08)	1.07 ～ 1.11 (1.09)	1.05 ～ 1.10 (1.08)	1.04 ～ 1.10 (1.07)	1.03 ～ 1.09 (1.07)
ユーロ/円	155.10 ～ 165.33 (163.15)	159 ～ 166 (162)	155 ～ 164 (161)	156 ～ 165 (163)	154 ～ 164 (163)	154 ～ 164 (164)

(注) 1. 実績の欄は3月29日までで、カッコ内3月29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～日銀の「優しさ」が招いた年初来高値～

《日本の金融政策の現状と展望～円安は「優しさの代償」～》

やはり「噂で売って、事実でも売り」だった

注目された3月18～19日の日銀金融政策決定会合は①イールドカーブ・コントロール（YCC）の廃止、②無担保コールレートの誘導目標を▲0.1%から+0～0.1%程度へ引き上げ、③ETF・JREITの購入停止という引き締め方向の決定を下した。日銀にとっては実に17年ぶりの利上げとなる。マイナス金利解除と共に注目されていた長期国債買入れ規模の取り扱いに関しては当面は現状と同程度（月6兆円程度）で維持されることが決定されており、後述するように、この部分が今会合のタカ派色をかなり相殺したように感じられた。為替市場の反応もこの部分の影響が強いように思う。

細かい話をすれば、黒田日銀の「迷走の象徴」とも言える存在だった3層構造の付利金利が従来の1層構造に回帰したこと、今年4～6月の国債買入れオペ（公開市場操作）の買入れ予定額の上限が引き下げられたことなど注目点が多いが、全体として「金利を上げたいけど上げたくない」という日銀の複雑な胸中が透けて見え隠れし、そこを為替市場に突かれた印象は強い。

注目されたドル/円相場は利上げ決定後、年初来高値まで急騰している。筆者は会合前のプレビュー¹において、リークが続いた弊害として「噂で買って、事実で売り」という定石ではなく「噂で売って、事実でも売り（Sell the rumor, sell the fact）」というコースに入った可能性があるかと警鐘と鳴らしていた。懸念は的中したと言わざるを得ない。故意にしる、過失にしる、事前に決定内容をリークしてしまえば、事前期待を超えることが義務になる。個人消費や生産に脆弱性を抱える日本の実体経済上を踏まえれば、その義務はあまりにも重いものだった。

債券市場への優しさが仇に

多くの市場参加者が感じる通り、今回の決定は債券市場に優しい決定である。その優しさが仇となって円相場における「事実で売り」を助長したのは間違いない。実際、利上げ決定後も長期金利は低下している。債券市場のアタックに対して守りを厚くした代償として為替市場のそれに対しては守りが手薄になった。今の日本経済は金利上昇か円安か、いずれかを我慢しなければいけないという二者択一を迫られているわけだが、現状は金利上昇を避ける代わりに円安を引き受ける状況にあると理解すべきである。

債券市場への優しさは長期国債の調節方針から確認できる。「これまでと概ね同程度の金額」で長期国債の買入れが継続され、長期金利急騰の局面では毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどが実施されることになっている。日銀が国債発行残高の半数を握る以上、形式的にYCCを廃止しても実質的にYCCは残存せざるを得ない。もちろん、6兆円程度の買入れ額継続はバランスシート縮小（QT）が始まるまでの激変緩和措置という位置づけであろうし、それは買入れ予定額の上限が引き下げられている部分からも読み取れる。しかし、肝心の調節方針で「機動的に買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどが実施される」と約束されている以上、今回の決定はマイナス金利政策解除を除けばほぼ今まで通りである。周知の通り、合わせて廃止されたリスク資産（ETF・JREIT）の買入れは元々行われていない。

結局、こうした債券市場への手厚い優しさの代償として為替市場で期待された円安抑止の効果は必然的に削がれた。あくまでマイナス金利解除を本丸と見据え、その軟着陸を優先したからこそ決定直前ま

¹ みずほマーケット・トピック 3月18日号「『噂で売って、事実でも売り』になりそうな円相場」をご参照下さい。

でリークが重ねられたのかもしれないが、変動為替相場を採用している以上、金利上昇の抑止と円下落の放置はセットである。日銀も当然理解している点だろうが、金利上昇を甘受するだけの政治・経済的な体力は日本には無く、今回のような決定になるのは不可抗力でもある。

テーマは金融政策からデフレ脱却宣言へ

また、今回は対外公表文において「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」との一文が明記されている。これを額面通り受け止めれば、連続利上げは無いという話であり、今後はこのフォワードガイダンスを元にして金融市場は資産価格形成に努めていくことになる（厳密には中立金利が特定できない以上、「緩和的な金融環境」と利上げの関係は可変的だが、ここでは脇に置く）。しかし、このまま日銀の金融政策運営が風の常態に入るとしても、1点気がかりな要素が残る。それは政府のデフレ脱却宣言の行方だ。

今回、マイナス金利解除決定が可能になった背景として春闘の第1回集計が33年ぶりの高水準となったことで政治的にも容認しやすくなったという事情は間違いなくあった。周知の通り、岸田政権は企業への賃上げ要請やこれを促すための税制に余念がない。だからこそ、マイナス金利解除に至った雇用・賃金環境の改善を政府・与党の政策効果の表れと喧伝したいはずであり、その象徴的な一手としてデフレ脱却宣言は有力候補ではあろう。だが、筆者はデフレ脱却宣言があるとしても年央以降で、基本的には難しいという立場である。理由は様々挙げられるが、マイナス金利解除とデフレ脱却宣言では意味するところが違い過ぎる。今回のマイナス金利解除について、それほど大きな世論の反発がなかったのは恐らく「円安抑止のためには致し方ない」という思惑もあったと思われるが、政府がデフレ脱却宣言を出すということは景況感の明確な好転にお墨付きを与えるような印象を与えるだろう。

そもそもデフレが何を意味するかは経済主体によって異なる。政府や日銀にとっては消費者物価指数（CPI）の低迷だろう。企業や外国人投資家にとっては株価の低迷かもしれない。では、家計にとっては何だろうか。正しい答えは1つではないだろうが、やはり実質賃金の低迷だと筆者は考えている。これら経済主体によって感じ方が異なる「何となく景気が悪い状況」をデフレという言葉に押し込めて表現してきたのが「失われた30年」であるように思うし、それを一発逆転の妙手で打開できると喧伝したのがアベノミクスに化体したリフレ思想だ。

そのような仮定に基づいた場合、政府がデフレ脱却宣言を打ち出しても世論の反発に遭わないタイミングは実質賃金の低迷が打破されているタイミングである。この点、年内はCPIの低下傾向と名目賃金の上昇傾向が重なるため、実質賃金は最短で夏頃にはプラス転化するという見通しがある。解散総選挙がいつ行われてもおかしくないと言われる2024年だけに、実質賃金のプラス転化・デフレ脱却宣言・解散総選挙はセットで考えると良い事象だろう。

引き続き2024年は「長期円安局面の小休止」を確認する年

以上で見てきたような政府・日銀の動き方を踏まえたところで、筆者の円相場見通しに影響はない。2024年最初のみずほマーケット・トピックで筆者は「24年、持つべきイメージは『長期円安局面の小休止』」と題したレポートを発行した。その思いは今も全く変わっていない。

事前の情報発信に不味さがあったとはいえ、日銀がマイナス金利解除に至り、FOMCで年内3回利下げが完全に織り込まれてもドル/円相場は150円台にある。筆者はマイナス金利解除が押し目（円高・ド

ル安) のチャンスはある程度は作ってくれようと思っていたが、事前のリーク合戦で円高材料として消耗され尽くしてしまったことでそのような展開には至らなかった。それにしても 150 円台である。日米金利差の観点からドル円相場の森羅万象を理解しようとする見方は思考停止以外何物でもあるまい。

過去 2 年以上、円相場の現状と展望を議論する上では「見るべきものは金利差ではなく需給」だと本欄では強調し続けてきた。当初は全く賛意が得られなかったが、金利差で円安・ドル高を説明できなくなった論者が徐々に国際収支に関心を持ち始めているのが実情である（例えばデジタル赤字の話は昨年、筆者以外は殆どしていなかったはずだ）。もちろん、今後は FRB の利下げが待ち構えているため、ある程度は円高を拾うチャンスがあるだろう。しかし、基本的にそうした動きは長期円安局面の小休止と割り切るべきであり、マイナス金利解除という貴重な円安抑止のためのカードを上手く使えなかったがゆえに、年内の 140 円割れもかなり厳しくなったように思える。

《日本の経済金融情勢の近況～GDP の名実格差と中進国容疑～》

GDP の名実格差に正しい理解を

これまでの本欄では現在の日本経済はインフレ調整の過程に入っているのではないかという趣旨で議論を重ねてきた。先月の本欄では史上最高値を更新した日経平均株価指数について、やはり「インフレの賜物」なのだろうとの考えを示したばかりだ。とはいえ、年初来で見られている株高に関しては、それを喜ぶ議論の傍らで、实体经济の弱さを嘆く論調も多い。これはそもそも日本の家計において株式の保有比率が低いという以前に、インフレになった分が十分、家計に分配されていないという根本的問題があると思われる。「株式保有比率が低い」という点は目下、「資産運用立国」論を旗印として対処中であり、善し悪しは別として、今後は違った姿に変わっていくことが期待される。この点は待つしかない。

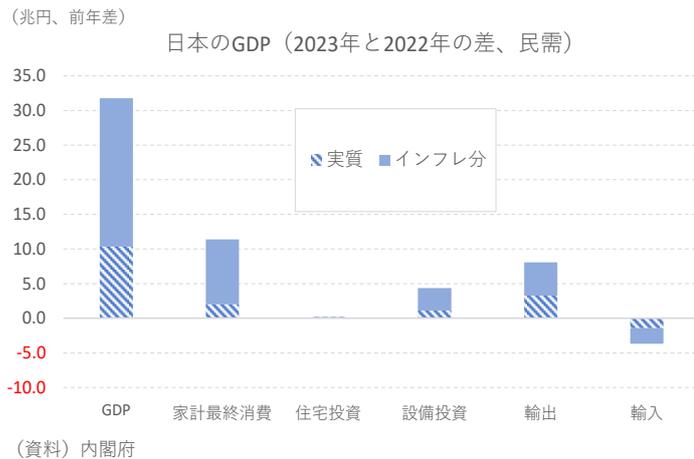
しかし、株高（や円安や不動産価格上昇など）がインフレ由来のものであったと考えた場合、实体经济を分析する上では GDP の名実格差に触れないわけにはいかなくなる。デフレ下の日本では GDP の名実逆転（実質 GDP > 名目 GDP）が象徴的な事実として取り上げられてきた。定義上、「名目 GDP - インフレ率 = 実質 GDP」となるため、通常想定される姿は「実質 GDP < 名目 GDP」なのだが、インフレ率がマイナス（デフレ）の状態では「実質 GDP > 名目 GDP」という大小関係にしばしばなることがあった。当然、国民が景気実感を伴う成長はインフレ部分を除去した実質 GDP で見ても経済が拡大している姿である。自分の給料が 2 倍になっても、世の中の物価が 2 倍になっていたら景気実感は変わりようがない。しかし、このようなケースでも名目 GDP は顕著に膨らむことになる。だからこそ、インフレ社会では GDP の名実格差を見るのが重要になる。

成長の大部分はインフレに食われている

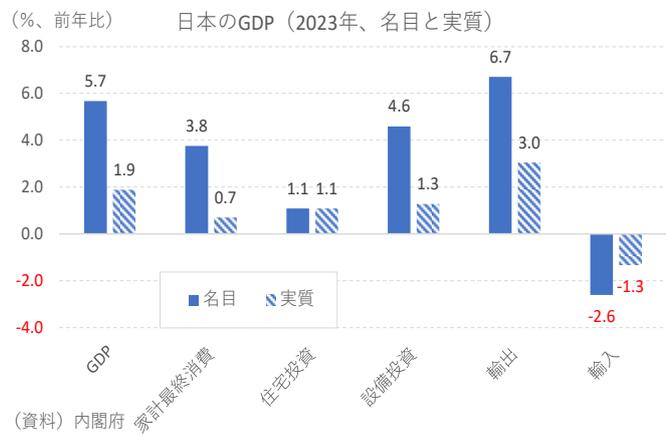
今後、本当に日本がインフレ社会となれば、通常想定される姿（実質 GDP < 名目 GDP）が定着することになる。既に政府見通しが出ているように、2024 年度の日本経済は第二次安倍政権が掲げていた「GDP600 兆円」という目標達成が視野に入っている（※安倍政権が「2020 年度までに 600 兆円」と掲げたのが 2015 年だ）。この点、好意的な報道が多いと感じるが、そもそも 600 兆円は名目ベースの目標であり、実質ベースの目標には何も言及されてこなかったことに注意を要する。

よく知られている通り、インフレになれば名目 GDP は当然膨らむ。100 円で売っていたお菓子が 120 円や 150 円になったりすれば、同じ量売っていても売上高が膨らむように、財・サービスの値段が上がるだけで名目 GDP は膨らむ。しかし、本質的に重要になるのはインフレを除いた部分、要するに実質 GDP でどの程度の伸びを実現しているかという点だ。「名目 GDP 600 兆円」だけが独り歩きしがちだが、それは必ずしも景気実感を約束するものではない。具体的に数字で見て行こう。

例えば 2022 年から 2023 年にかけて名目 GDP は約 560 兆円から約 591 兆円へ、約+31 兆円増えた（右図・上）。しかし、同じ期間に実質 GDP は約 548 兆円から約 559 兆円へ約 +11 兆円しか増えていない。つまり、残る約 +20 兆円がインフレによる上乗せであり、この部分は日本国民にとって成長とは言えない。このような状況もあって 2023 年の日本経済では名目 GDP 成長率+5.7%に対し、実質 GDP 成長率は+1.9%にとどまっている（右



図・下)。さらに身近な例で言えば、家計最終消費は名目ベースでは約+11.4 兆円伸びているが、このうちインフレによる上乗せは約+9.4兆円で、実質ベースでは約+2兆円しか増えていない。成長率で見れば、+3.8%に対し+0.7%なので、殆どの消費行動がインフレに食われていることが分かる。繰り返しになるが、インフレになれば短期的には売上や利益は増えて、株価も押し上げられやすくなる。

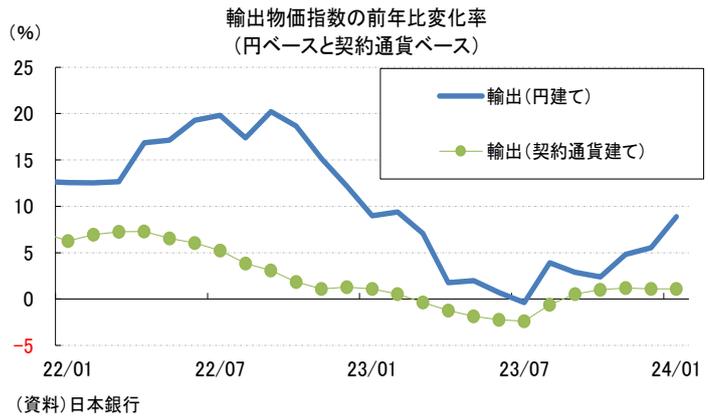


しかし、それは消費者が「無い袖を振って」消費している結果でもあるため、結局は「株高にもかかわらず内需の勢いに乏しい」という現在の日本の様な状況が生まれる。基本的に「無い袖は振れない」ので、長期的には名目 GDP と実質 GDP の乖離は広がっていく。

輸出が健闘している背景

ちなみに図を見ても分かるように、実質 GDP の中でも、輸出だけは健闘しているように見える。名目ベースで約+8.1 兆円増加しているのに対し、実質ベースでは約+3.3 兆円、インフレによる上乗せ分は約 +4.8 兆円とやはりインフレ部分が多いものの、家計最終消費や設備投資と比較すれば相対的にましという印象を受ける。これは輸出企業が海外においてインフレ部分を価格転嫁できている証拠でもある。

この事実は関連統計からも確認できる。
 2023年7月以降、輸出物価指数は契約通貨建て（≒現地通貨建て）で見ても上昇基調に入っており、内外のインフレ圧力と整合的に価格転嫁を実現している様子が透ける（図）。理論上、円安が輸出企業に与える影響は「現地通貨建て価格の引き下げ→輸出数量増加」という経路だ。例えば、実勢相場が「1ドル100円」の時に1ドルでボールペンを輸出していたとする。ここから「1ドル120円」に円安が進めば0.83ドル（ $0.83 \times 120 \text{円} \approx 100 \text{円}$ ）で輸出しても円建て売上高を維持できる。しかし、この統計を見る限り、今の日本の輸出企業がやっていることはボールペンを1.2ドルや1.5ドルなどに引き上げる動きである。当然、円建て売上高も大きく膨らむ（例：1.2ドル×120円≒144円）。もっと言えば、この例よりも遥かに円安は進んでいるので、輸出企業の円安による業績改善幅はさらに大きいものになる。それも今の日本の株高には影響しているだろう。やはりインフレが関係している。



先進国から中進国へ？

結果、輸出企業は実質ベースでの成長も相応に確保できているのだとすると、それを国内の家計部門（≒名目賃金）に還元できるかが焦点になる。結局、いつもの話に戻るわけだが、それが十分ではないからこそ実質ベースで見た家計最終消費が殆ど伸びていないという実情があるのだろう。日銀の言葉を借りれば、「賃金・物価の好循環（いわゆる第2の力）」が発揮されているとは残念ながら言えない。

過去1年間の主要株価指数に関して世界を見渡せば、日経平均株価指数よりも高い上昇率を実現しているのはアルゼンチン、ナイジェリア、トルコ、エジプトなど高インフレの途上国が並んでいる（図）。インフレ体質の国では自国通貨建てで見た株価指数の水準も押し上げられやすくなる。そのような症状は途上国に多く見られるが、日本のような先進国ではあまり

世界の主要株価指数(上昇率トップ10)

	株価指数	対ドルの自国通貨変化率
1位	アルゼンチンメルバル指数	322.69%
2位	ナイジェリア全株指数	78.61%
3位	EGX 30 INDEX	76.64%
4位	イスタンブール100種指数	74.06%
5位	Lusaka Stock Exchange AI	67.03%
6位	イスタンブールBIST30指数	66.76%
7位	カラチKSE100指数	59.55%
8位	ブダペスト証券指数	49.53%
9位	カザフスタン証券取引所指数	46.54%
10位	日経平均株価指数	43.62%
30位	NYダウ工業株30種	18.23%

(資料) Bloomberg

23年3月3日～24年3月4日の12か月間。24年3月4日は日経平均株価指数が初めて4万円を突破した日。

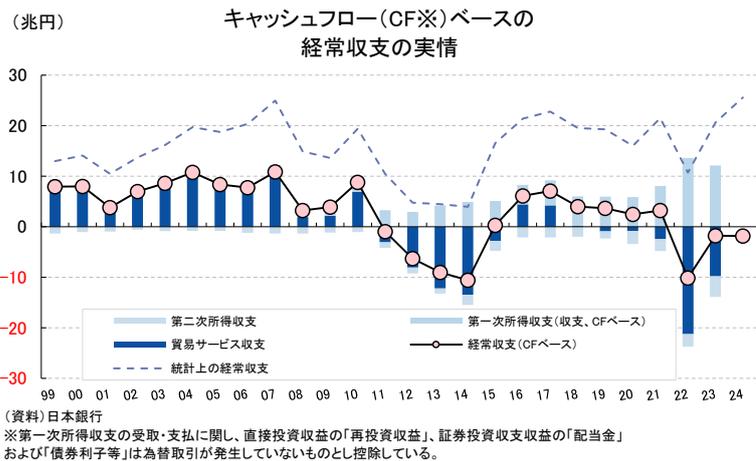
見られるものではない。日本がそれらの国と同じとまで言うつもりはないが、現状の日本株上昇が先進国や途上国といった所属する国グループについて猜疑心が向けられた結果という可能性も一考に値するだろう。途上国から脱し、先進国に至る途上にある国を中進国と呼ぶことがあるが、その容疑がかかっているのだろうか。株高の背景にあるものが「インフレに押し負ける実体経済情勢」であり、それが先進国から中進国へステップダウンを織り込む相場だとすれば、まだこの円安・株高には先があるようにも読める。今のところ、その仮説を退けるだけの十分な材料を見出すのは難しいように思える。

《円相場の需給環境について～2024年、CFベース経常収支は赤字スタート～》

1月のCFベース経常収支について

3月中旬には日経平均株価が大崩れし、ドル/円相場も一時的に急落する時間帯があったものの、最終的には147円付近で踏みとどまった。IMM通貨先物から推測される投機筋の円売り持ち高は当時、まだ解消されておらず、円買い余地は相当に溜まっていたはずだが、日経平均株価指数が前日比で▲1000円以上下げるといふ正真正銘のリスクオフ局面でも大した円高は進まなかった。改めて「需給構造の変化が円安の背景」という論点の重要性が浮き彫りになったのではないだろうか。

この点、3月8日に公表された本邦1月国際収支に関し、筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支で見るとどのような仕上がりだったのかという照会を複数頂いている。まだ1か月分であることや例年1月および2月の国際収支統計は中国の春節要因もあって両月を総合判断することが推奨されるため、現時点の数字から大きな話をするのは難しい。しかし、関心の高さも感じるゆえ、一応の数字と



ということで提示しておきたい。まず、統計上の数字を整理しておくとして1月分の経常収支は+4382億円となり、報道上は「前年同月の赤字(▲2兆136億円)から黒字に転化した」という事実がクローズアップされた。しかし、中国の春節要因で日本の世界向け輸出が押し下げられるという季節性については、昨年が1月、今年が2月になるという齟齬があるため、「2月は大きな悪化が懸念される」という事実と合わせて報じるのが本来フェアである。しかし、相変わらず報道の焦点は「貿易サービス収支の巨大な赤字(▲1兆9638億円)にもかかわらず、第一次所得収支(+2兆8516億円)の巨大な黒字があることで経常収支黒字が確保された」という点に集中している。それは一面で事実だが、かねて述べてきたように、円相場の需給はより掘り下げた分析が必要になる。第一次所得収支黒字に筆者が試算する円転率(黒字のうち円買いに繋がっていると思われる割合。四半期平均で約25～30%)を加味したCFベース経常収支を試算すると1月経常収支は約▲1.8兆円と2か月ぶりの赤字であることが分かる(図)。

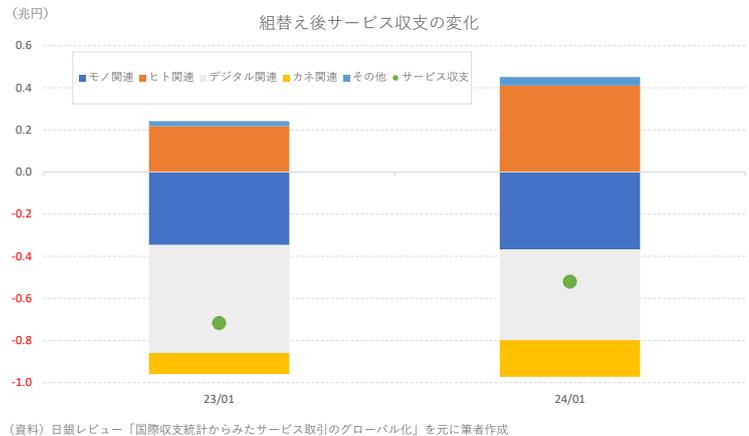
相変わらず「統計上の黒字」に対し「実務上の赤字」が存在している状況であり、この構図が続く限り、円安相場の収束は難しいというのが筆者の従前からの主張だ。

デジタル収支赤字について

CFベース経常収支と合わせて「デジタル収支赤字はいくらだったのか」という照会も多い。これは新聞やテレビ、雑誌でも特集が増えていることから分かるように、当分は注目論点になるだろう。サービス収支の関連項目を組み直し、算出したデジタル収支赤字は1月、▲4307億円であった。これは前年同月(▲5126億円)よりやや小さい。もっともデジタル収支赤字は月平均▲4600億円前後というイメージが定着しているため、足許で著しい改善傾向があるわけではなく、通常運転という評価で良いだろう。一方、旅行収支黒字にけん引されるヒト関連収支は+4100億円と前年同月(+2179億円)から倍増してい

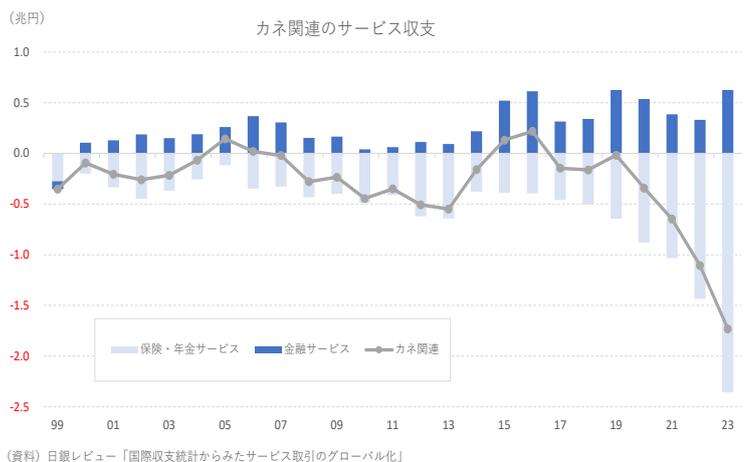
る。そのため、1月のサービス収支全体の仕上がりは▲5211億円と前年同月（▲7177億円）から改善している。ヒト関連収支の大きな改善は昨年1～3月期は水際対策という名目で入国規制が敷かれていたことの「裏」が出ているだけであり、今年4月以降の数字で改めて公正に比較したいところである。

今後のイメージで言えば、月平均で見た場合、デジタル関連収支は▲4600億円、ヒト関連収支は+3100億円、カネ関連収支が▲1400億円、モノ関連収支が+620億円といったイメージで走ることになり、サービス収支全体では年間▲3.0～▲3.5兆円程度の赤字に着地する仮定が置ける。デジタルサービスやインバウンド需要はまさに変化の途上であり、幅を持って評価する必要はあるが、第二次安倍政権時代のサービス収支は年平均で▲1.5兆円程度の赤字だったことを思えば、やはりサービス取引からの外貨漏出は日本経済が直面している大きな変化と言わざるを得ない。



デジタル関連収支というより「新時代の赤字」

なお、今回は詳述を割愛するが、本邦保険会社の再保険支払い主導で増えるカネ関連収支は上述の通り、月平均で▲1400億円の赤字を出している。2023年通年で言えば、約▲1.7兆円とヒト関連収支（約+3.0兆円）の半分を食い潰しているため、決して看過できる項目とは言えない。世間で耳目を引き始めているデジタル関連収支赤字だけではなく、それらも含めた「新時代の赤字」が円安を促している可能性を分析すべきだと筆者は考えている。2024



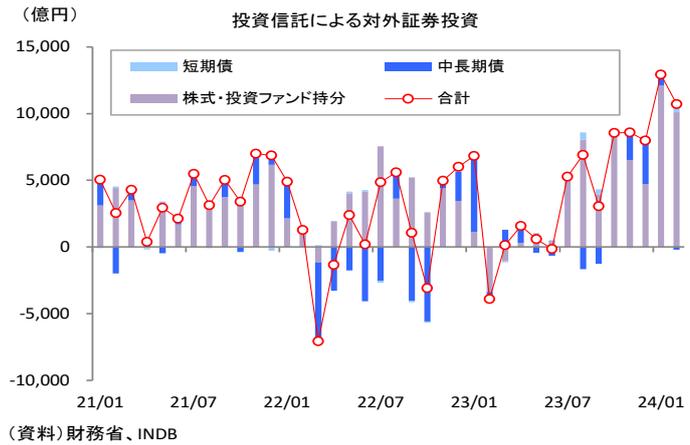
年は金利動向によってドル/円相場の方向感が規定される時間帯も増えそうだが、結局、水準感を規定するのは需給環境であり、引き続き国際収支分析が円相場、ひいては日本経済を分析する要諦になるのは間違いないと筆者は考えている。

《家計部門の運用行動について～試される個人投資家の芯～》

2か月連続の1兆円超えは史上初

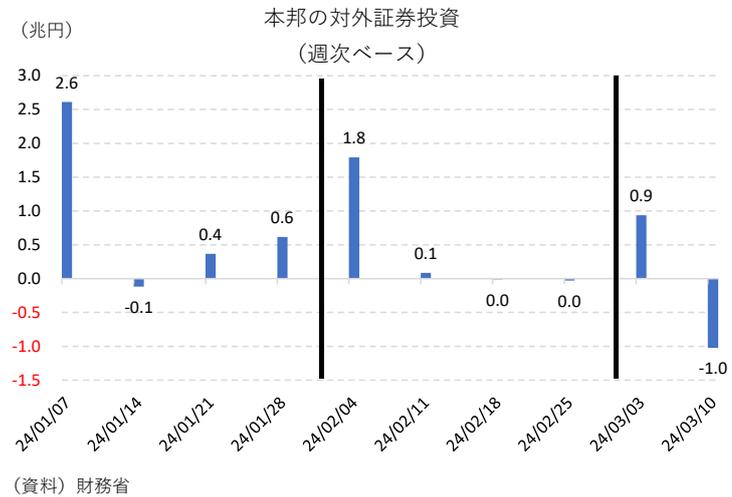
結局、3月のドル/円相場は日銀のマイナス金利解除を経ても続伸し、年初来高値の更新に至った。日米金利差の縮小イベントと見られたマイナス金利解除を経ても円安が是正されなかった状況を踏まえれば、もはや金利面から足許の状況を解説するのは困難だろう。この点、3月8日に公表された「対外及び対内証券売買契約等の状況」は現在の円安相場と需給環境を結びつける材料として有用であった。新

NISA 経由の投資意欲を押し量る上で注目される投資信託委託会社等（以下単に投信）による対外証券投資は 1 兆 714 億円と大幅買い越しを記録している。過去最大であった 1 月（1 兆 2937 億円）に続き 2 か月連続の 1 兆円超えだが、これは統計開始以来で初の動きである。商品別に見ると、株式・投資ファンド持分が 1 兆 106 億円と殆ど全てを占める。引き続き米国を中心とする海外株に対し投信経由の対外証券投資が旺盛で、これが円安を駆動している疑いは強い。



3月、個人投資家の心は折れていないか？

この勢いを 3 月以降も維持できるのかは注目である。既報の通り、新 NISA に伴う「家計の円売り」は積み立て設定のタイミングに因んで月初に集中しやすいことで知られている。これは週次の「対外及び対内証券売買契約等の状況」を見ても明らかで、少なくとも 1 月と 2 月は第 1 週だけ飛び抜けて大きな買い越しを記録していた（第 1 週で燃え尽きているかのような印象すらある）。本稿執筆時点では 3 月 3 日～3 月 9 日週および 3 月 10 日～3 月 16 日週について「対外及び対内証券売買契約



等の状況」が公表されている。3月第 1 週に相当する 3 月 3 日～3 月 9 日週の対外証券投資は 9246 億円の買い越しで、これも依然大きいが、1 月第 1 週の 2 兆 6117 億円、2 月第 1 週の 1 兆 7912 億円と比較すると失速感が鮮明である。年初段階ではご祝儀的に成長投資枠への投資が膨らんだことも指摘されており、これが減衰する中で「家計の円売り」の本当の姿が徐々に見えてくるはずだ。特に、3 月は第 2 週（3 月 10 日～3 月 16 日週）に入ってから日経平均株価指数が 2 月中旬以降の上昇幅の半分を吐き出すかのような調整を強いられており、新 NISA を契機として投資に着手した個人投資家にとっては初のショックが到来している。その第 2 週は▲1 兆 209 億円と週間としては年初来で最大の売り越しを記録している。その後、日経平均株価指数は史上最高値を更新する動きに至っているため、大きな心配は無いと思われるが、参入してきた個人投資家の心が暴落を機に折れてしまい、投資意欲が徐々に減衰してくるようなことになれば、大きな円安要因が 1 つ剥落することにはなる。

政府・与党の掲げる「資産運用立国」という大義の下、2024 年に入ってから個人投資家は金融市場に追随する順張り戦略を主体としてきたであろうし、それが奏功してきたのも事実ではある。しかし、これが挫かれたのが 3 月第 2 週目以降、果たしてこれまでの熱量が維持されるのか。「家計の円売り」に着

目してきた筆者からしてもかなり興味深いテーマでもある。

本来、成長投資株などは3月第2週目に見られたような大きな下げ局面でこそ利用されるものと筆者は理解していたが、そこまで冷静に相場を割り切れる個人投資家はまだまだ多くは無いだろう。いずれにせよ投資に乱高下は付き物であり、本当に「資産運用立国」が根付くのであれば3月のような相場でも心が折れることなく、好機と捉える個人投資家が増えてこなくてはならない。

外貨比率も株比率も過去最高目前

なお、家計部門の動向を定点観測する上で重要となる資金循環統計が3月21日に公表されており、2023年12月末時点のデータが明らかになっている。2023年末の家計の金融資産残高は2141兆円と過去最高を更新し、構成を見ると95%以上が円貨性の資産、特に現預金（外貨預金を除く）が50%以上とホームアセットバイアスの強さは依然として健在である。だが、その円貨性資産も「貯蓄から投資」の胎動が見られており、株式・出資金の比率が12.9%と2期連続で過去最高タイを記録している。今年1～3月期の日本株の盛り上がりを踏まえれば、次回公表の2024年3月末時点では過去最高比率が更新されている可能性は高い。片や、円安との関係で注目される外貨性資産の比率は前期の3.5%から3.7%へ上昇しており、2007年12月末に記録した過去最高水準（3.9%）を視野に捉えている。2022年12月末からの1年間の変化で見た場合、外貨性資産の比率は+0.5%ポイント上昇、金額にして+14.3兆円増加となっており、1年間の変化幅としては大きい。これを主導したのが投資信託であり、+0.5%ポイントのうち+0.4%ポイントを占めている。海外株式を主軸とする投資信託に対し、強い投資意欲が色濃く出ているものと理解できる。既に論じたように、年明け以降、投信経由の対外証券投資の勢いは過去に類例が無いほど強いため、新NISA稼働後で最初のデータとなる次回公表分（2024年3月末時点）は外貨性資産比率が過去最高を更新する公算は大きいと考えられる。株式にせよ、外貨にせよ、「貯蓄から投資」の流れは確実に確認できる数字と言えらる。

本邦家計部門の金融資産構成(2023年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,141.5	100.0
外貨性	78.7	3.7
外貨預金	6.7	0.3
対外証券投資	26.7	1.2
投資信託	45.3	2.1
円貨性	2,062.8	96.3
現預金(外貨預金を除く)	1,120.8	52.3
国債等	28.3	1.3
株式・出資金	275.8	12.9
投資信託(外貨部分を除く)	66.1	3.1
保険・年金準備金	537.5	25.1
預け金など	34.3	1.6

本邦家計部門の金融資産構成(2022年12月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,037.5	100.0
外貨性	64.4	3.2
外貨預金	6.4	0.3
対外証券投資	22.7	1.1
投資信託	35.2	1.7
円貨性	1,973.1	96.8
現預金(外貨預金を除く)	1,109.9	54.5
国債等	25.6	1.3
株式・出資金	213.5	10.5
投資信託(外貨部分を除く)	56.6	2.8
保険・年金準備金	532.8	26.1
預け金など	34.8	1.7

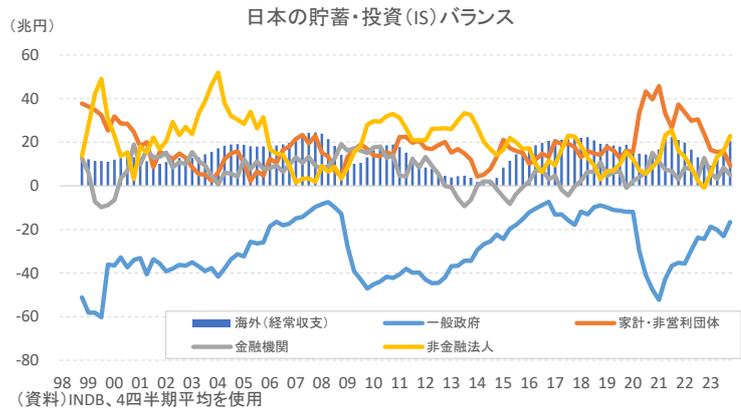
2022年12月末から2023年12月末にかけての変化

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	104.0	
外貨性	14.3	0.5
外貨預金	0.3	▲ 0.0
対外証券投資	3.9	0.1
投資信託	10.1	0.4
円貨性	89.7	▲ 0.5
現預金(外貨預金を除く)	10.9	▲ 2.1
国債等	2.7	0.1
株式・出資金	62.3	2.4
投資信託(外貨部分を除く)	9.6	0.3
保険・年金準備金	4.7	▲ 1.1
預け金など	▲ 0.5	▲ 0.1

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

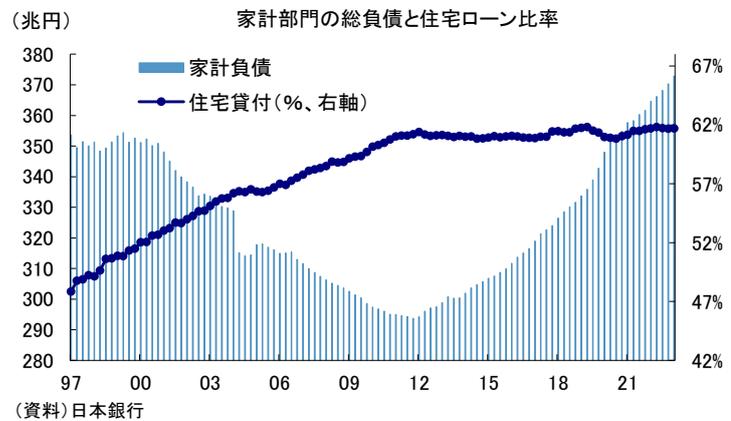
IS バランスに見る家計の貯蓄縮小

なお、資金循環統計と共に貯蓄・投資 (IS) バランスの現状もアップデートされている。長らく「デフレの元凶」は IS バランス上に見る「民間部門の貯蓄過剰」と指差されてきた。動学的資源配分の要である IS バランスにおいて家計部門や企業部門が消費・投資意欲を發揮せず、貯蓄をため込むことが日本経済の成長率を押し下げ、上がらない物価に繋がってきたという説には説得力がある。この点、近年では家計部門の貯蓄過剰が縮小傾向にあることは興味深いものであり、2023 年 12 月末時点では約 9.3 兆円（※振れが大きい四半期平均を使用）と 2014 年 9 月以来、約 9 年ぶりの低水準だった。家計部門の貯蓄過剰が解消されるに伴い、貯蓄と投資をマッチングさせる金利（≒自然利子率）は理論上、高くなることが想定される。そのような情勢下ではインフレ圧力は従前よりも増していくことが想定される。IS バランスで起きている変化は現在の円安や物価高と整合的な経済現象である。



債務の6割強は住宅ローン、その意味は

また、「資産」運用立国という旗印の下ではあまり焦点が当たらないが、「負債」動向にも目を配っておきたい。家計部門の「債務」側の統計も見ておくと、2023 年 12 月末時点の債務残高は約 373 兆円と過去最大を更新している。運用やそれに伴う市況変動（特に円安）への影響という観点からは、どうしても「資産」側の構成変化が耳目を引きやすいが、家計部門の貯蓄過剰が縮小する傍らで負債が



増大している事実も押さえておきたい点である。ちなみに過去最大を更新した債務残高の約 62%が住宅貸付（=住宅ローン）であり、これも過去最高値である。この比率は 2010 年に 60%に乗って以降、じわじわと上昇しており、昨今の不動産価格高騰を踏まえれば今後も住宅ローン主導で家計の債務残高は増加していく可能性が高い（図）。既に散見されているが、「住宅ローン負担に直結するため、政治的には連続利上げは容認困難」という懸念は今後、日銀ウォッチの上でたびたび顔を出してくるだろう。モラルハザードとしか言いようがない論理だが、日本の政治がそのように動く可能性は確かに否めない。

もっとも、既に述べているように、債券市場（金利）に対する「優しさの代償」は円安の持続であり、結局、被る痛みの種類が変わるだけである。金利上昇で返済負担が増えるのも、円安で一般物価が上がるのも、家計部門の所得環境を毀損するという意味では同じだ。世論は前者のリスクに神経質ゆえ利上げへの反発は大きくなるが、円安発・輸入物価経由のコストプッシュインフレはありとあらゆる財・サービ

スの価格に反映され、広く薄くコスト負担が生じる。現に過去 2 年ではそうなので分かりやすいだろう。歴史的に日本では日銀が連続利上げに踏み切れない理由として政府部門の債務残高が大きいことが挙げられやすいが、今後はそれに加え、家計の債務残高（≒住宅ローン残高）が大きいことも一緒に言及されるケースが増えてくるのではないかと。政治は家計部門の不平不満に敏感であることを考慮すれば、利上げの難易度は一段と上がる方向に事態が動きつつあるように思える。

《米金融政策の現状と展望～少なくなるドル/円相場の「押し目」～》

基本的に無風の FOMC

3 月 19～20 日に開催された FOMC は 5 会合連続での現状維持を決定した。声明文の文言も不変であり、基本的に無風と言える会合ではあった。敢えて言えば、メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート、中央値）に関し、2024 年中の政策金利引き下げ幅が▲75bps、すなわち 3 回程度と示されたことは一部の驚きを誘っている。

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2024	2025	2026	Longer run
Sep-22	3.875%	2.875%	n.a.	2.500%
Dec-22	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-23	4.625%	3.625%	2.875%	2.500%
Mar-24	4.625%	3.875%	3.125%	2.5625%

(資料)FRB

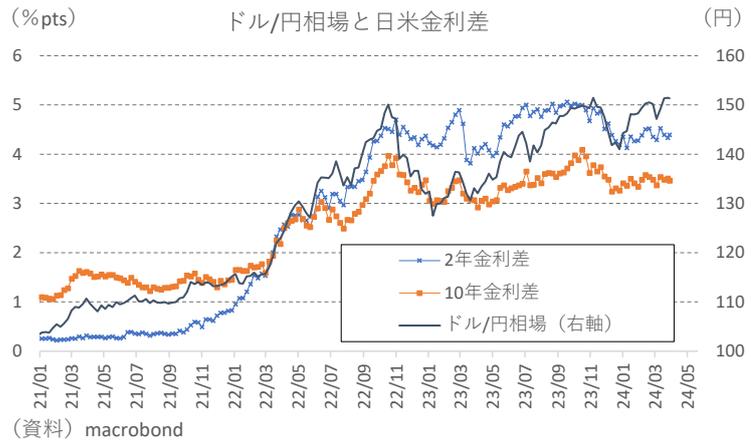
る。3 回程度というドットチャート自体、昨年 12 月会合から引き継がれたものだが、あれから 3 か月間で明確に利下げ期待は薄らいでおり、それがドル/円相場の押し上げに寄与してきた。市場では年内 2 回程度の織り込みにハト派姿勢が後退するとの見通しはあったため、12 月時点と同じ利下げ見通しが維持されたことに意外感があった。ちなみに年内利下げなしとの予想は 19 名中 2 名しか存在せず、「2024 年に利下げがスタートし、2025 年中も続く」という FRB の基本認識は強そうなのが分かる（なお、2025 年の利下げ見通し自体は 4 回から 3 回へ引き下げられているが市場ではさほど材料視されていない）。

パウエル FRB 議長の会見でも「もし景気が予想通りの道筋を辿るのであれば今年のある時点で利下げを始めるのが適切」と年内利下げ路線を急押ししている。利下げ開始時期に関してはやや後ろ倒しされており、順当にいけば 6 月、遅ければ 7 月というイメージで持っておけば良いだろう。現状、雇用・賃金環境が極めてしっかりしているため、利下げに向かって急旋回する可能性はメインシナリオにはなりづらい。ちなみに 6 月会合で利下げをスタートし、2 回に 1 回ペースで利下げすれば 12 月 FOMC でちょうど 3 回になる。予見可能なペースとしては悪くないイメージである。

少なくなる「押し目」

今回の FOMC がドル/円相場見通しに与える影響は大きくない。ただ、利下げ開始時期が後ろ倒しになっていることは事実であり、それにより「押し目」が少なくなってしまう可能性は認められる。これまでの本欄では 4～6 月期からの調整局面（円高・ドル安）を想定していた。その背景には FRB の利下げが 5 月以降に始まるという仮定があった。これが 6 月、7 月とずれ込めばどうしてもドル/円相場の押し目は期待できなくなる。本来、「日銀の利上げと米国の利下げが同時発生するから 4～6 月期こそドル/円相場の押し目」という考え方があったわけだが、債券市場への配慮を前面に押し出したマイナス金利解除政策は事前のリーク報道と共に費消され、円相場は結局、「噂で売って、事実でも売り」という救いようのない結末になった。今後、国債買い入れの縮小などを通じて円買いが発生する局面もあろうが、基本

的に「日銀発の円高材料は無い」と考えておくのが無難だろう。だとすれば、FRB の利下げに応じて投機的な円売りが撒き戻される時間帯を丁寧に拾うしかチャンスは無い。そのチャンスの1 つが FRB の利下げ着手にあることは間違い無い。もっとも、その利下げも2年弱にわたってじわじわと織り込みが浸透している状況であり、為替市場の価格形成にどれほどショックを与えられるのか定かではない。金融危機

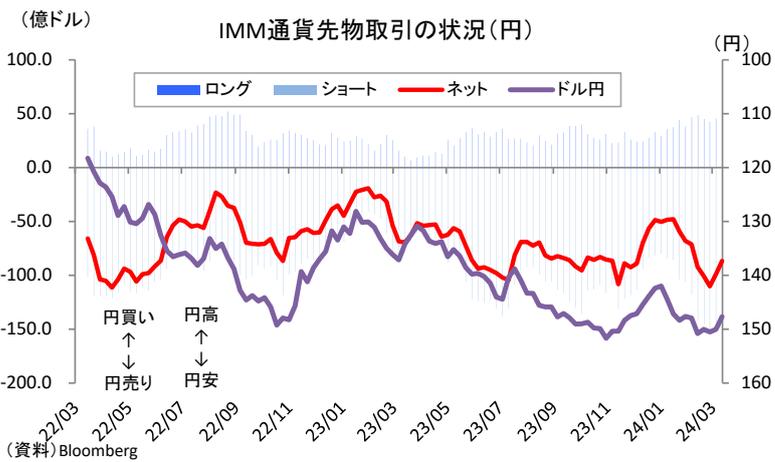


やパンデミック時に見たようなまとまった幅の利下げがあれば、調整も深くなるだろうが、裏を返せばそうした危機的な状況を想定する以外にドル/円相場の「押し目」は考えにくくなっているように思える。

《メインシナリオへのリスク点検～日銀連続利上げは円高・円安双方のリスク～》

「連続利上げ」は基本的に円高リスク

過去の本欄では円高リスクがあるとすれば、それは日銀の正常化プロセスがマイナス金利解除ワンショットで終わらず、連続利上げに至り、日米金利差の縮小が一段とクローズアップされる局面だろうと論じた。こうした考え方は正攻法であるし、現在もメインシナリオにとって配慮すべきリスクには違いない。日銀金融政策決定会合における現在の公表文も「経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境



が継続する」をフォワードガイダンスとして据えている。例えば、ここから四半期に1度、+25bp ずつ引き上げられるような展開は想定外の円高リスクと整理しておくのが無難だろう。IMM 通貨先物取引などに反映される投機筋の円ショートの大さを踏まえても、想定外の円金利上昇は想定外の円高リスクに直結すると考えるのが王道ではある (図)。

最も恐ろしいのは白川体制と逆の展開

しかし、実は逆かもしれない (円安リスクかもしれない) という一抹の不安もある。常々本欄で論じてきたように、円安の真因が需給構造の大きな変化だとすれば、連続利上げにもかかわらず円高への戻しが甘くなる可能性は十分あり得る。既報の通り、3月26日には財務官の私的懇談会として国際収支を分析する有識者会合が立ち上がっている²。長引く円安と需給構造の変化について、因果関係を認識してい

² 財務省 国際収支に関する懇談会の開催について (「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」) 2024年3月26日

るからこそその動きだろう（筆者も委員として今後議論に参加させて頂く）。こうした状況下、仮に「円安は需給要因。もう利上げでは止められない」という観測が広まった場合、利上げのたびに追加利上げを催促する円売りが出てくることはないだろうか。

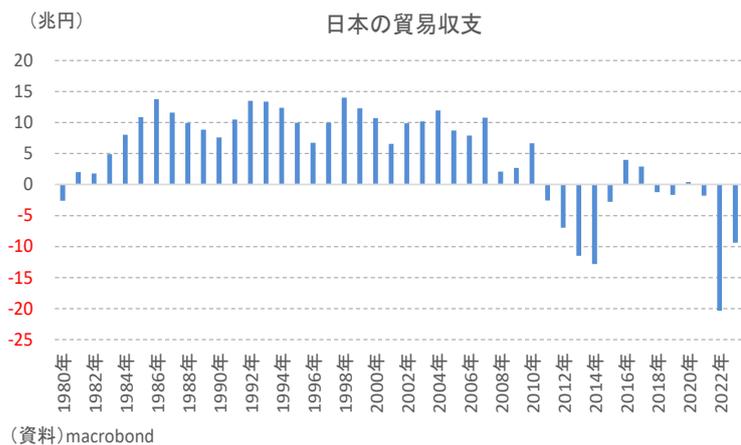
かねて筆者は、植田体制で一番恐れるべき展開は白川体制の逆の展開ではないかと論じてきた。白川体制ではいくら追加緩和を重ねても執拗な円買いにより「次の一手」を煽られ、手持ちカードを少しずつ剥ぎ取られるという苦境に陥っていった。仮にこのまま円安相場が続いた場合、植田体制はいくら引き締めを重ねても執拗な円売りによって「次の一手」（追加利上げ）を煽られる展開になる恐れもある。催促的に円売りを重ねることで追加引き締めが必ず出てくるのであれば、決定会合前後は利益確定の機会として利用されやすい。そうすると利上げが円安を呼び、円安が利上げを呼ぶという状況は生まれやすくなる。このように考えると、恐らく日銀が連続利上げを検討している状況というのは想定外の円高よりも想定外の円安が発生しており、その対応に苦慮しているタイミングかもしれない。日銀政策決定会合が毎回、円安耐久度を試すライブミーティングになるというのが最悪の展開であり、実際、マイナス金利解除後の為替相場はそれを予感させるものがあった。

債券市場への優しさ、為替市場には逆効果

究極的な対抗策の話をするれば、通貨高に対しては自国通貨売りという無制限の手段があるのに対し、通貨安に対しては自国通貨買いという有限の手段しかない。投機筋から見れば、敵の弾薬（外貨準備相当分）が可視化され、逐次投入されてくる武器（利上げ）の威力もたかが知れているという状況なのだから、自信を持って円売りを仕掛けられる。現状、それはリスクシナリオの1つでしかないが、留意しておきたい論点ではある。2023年4月以降、日銀が日本国債の貸出制限に踏み切ったことで債券市場における「円金利上昇（日本国債売り）で引き締めが煽られる」という展開は封じられたが、その分、為替市場に投機筋による負荷は寄せられている。

結局、こうした「金利に配慮した結果、為替が疎かになる」という構図が今後、日銀の金融政策運営と金融市場の関係を考察する上での要諦になるだろう。上述したように、マイナス金利解除後は「債券市場への優しさが仇となり円安が進んだ」という状況に直面したが、日銀が債券市場への優しさを捨て去るのは政治的にも難渋するはずであり、同じことはどうしても起きやすい。

貿易収支が赤字で、政策金利がゼロ、潜在成長率も1%未満というという日本の状況に照らせば、円安はファンダメンタルズに即した値動きと言って差し支えない（図）。もちろん、150円近傍がフェアバリューなのかという議論については断定ができないものの、「日銀が利上げをすれば、あるいはFRBが利下げをすれば円安は止められる」というもっともらしい議論は基本的に貿易収支が慢性的に黒字だった時代の発想であり、今後は金利経路だけで円安を抑制するのは難しいという発想を持っておく必要はあるだろう。



◆ ユーロ相場の見通し～改めて勝負は6月に。ECBは無風の約束～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～6月まで材料なし～》

改めて6月の重要性を強調

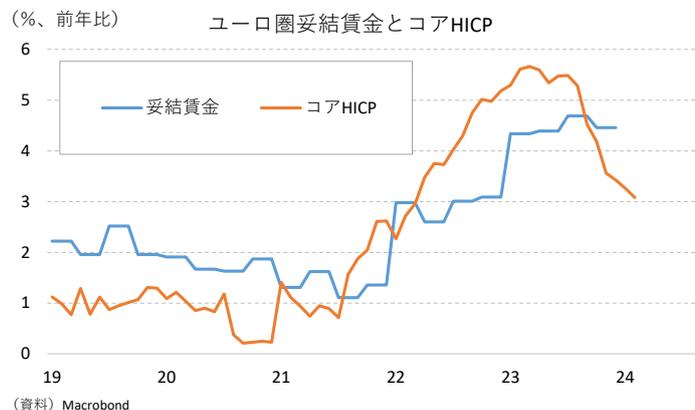
3月のECB政策理事会は4回会合連続での政策金利据え置きを決定し、引き続き預金ファシリティ金利は4.00%、主要リファイナンスオペ金利は4.25%で据え置かれた。また、利下げについても全く議論されていない事実が明らかにされ、概ね事前予想通りの情報発信が行われたと言える。問題視される雇用・賃金情勢について年央まで判断がつかないことを吐露している経緯もあり、3月会合に限らず、4月会合の現状維持もほぼ確実な情勢と言える。今回の会見でもラガルドECB総裁は「We will know a little more in April, but we will know a lot more in June」と述べ、4月よりも6月の重要性を認めている。「3～4月は無風で6月がライブミーティング」というのは1月から変わらぬ市場予想でもある。

もともと、今回は「What we have done is that we have just begun discussing the dialing back of our restrictive stance」とも述べられており、正常化プロセスが助走に入っているのは事実である。ラガルド総裁が口にしている情報だけを総合すれば「4月までは現状維持で、6月ないし7月には利下げ」といった織り込みになるし、現にそうなっている。決定済み事項としてはパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の満額再投資も6月末で打ち切られる(その後徐々に再投資額が減額される)ため、年後半以降は金利に限らず、量の面でも正常化が進む公算である。現状、ECBが当面の無風を約束したような状況となっており、ユーロ相場も膠着状況にある。

インフレ基調と賃金動向がねじれた場合、どうするか？

3月会合から得られる新しい情報は殆ど無かった。結局、賃金動向が見えてこない以上、「次の一手」について議論すらしないというコミットメントをECBが出しているような状況でもあり、市場参加者としては材料視が難しい状況に嵌まっている。敢えて言えば、最後の質問者が「たとえ賃金が伸び続けていても、インフレ基調の低下は続くかもしれない。利下げを検討するにあたってはどちらを重視しますか」と質したのは興味深いものだった。この点、ラガルド総裁は「我々はインフレ見通し、インフレ基調、政策波及経路の強さの3つを重視している」と昨年提示してきた3つの論点を挙げた上で、インフレ見通しは明らかにデスインフレの傾向が認められるが、賃金動向が反映されるインフレ基調は依然強いことに警戒感を示した。質問者は「インフレ基調は低下しても賃金が強いこともあるのではないか」という点も質しているが、基本的にそうした事態は考えにくいだろう。インフレ基調の大勢はサービス物価に規定され、サービス物価は賃金に規定される。よって「賃金が強いにもかかわらずインフレ基調が低下する」という事態は技術的に考えにくい。

とはいえ、ECBが注視する労働組合の妥結賃金は速報性に欠ける一方、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の基調は毎月確認可能である。そのため、現実的にはECBが確認可能な計数について「賃金が強いにもかかわらずインフレ基調が低下する」という状況は生まれる。例えば、現在がそうなっている(図)。昨年10～12月期の妥結賃金は+4.5%程度と



高止まりする一方、コア HICP は緩やかながら低下傾向にあり、3 月や 4 月には 3% 割れも視野に入る。6 月会合月時点では今年 1~3 月期の妥結賃金が +4% 程度で公表されているとしても、5 月分のコア HICP は 3% 台を優に割り込んでいる可能性がある。当面の間、賃金とインフレ基調の「ねじれ」は放置されるだろう。だからこそ、記者が指摘したように、賃金とインフレ基調の軽重が問題になる。

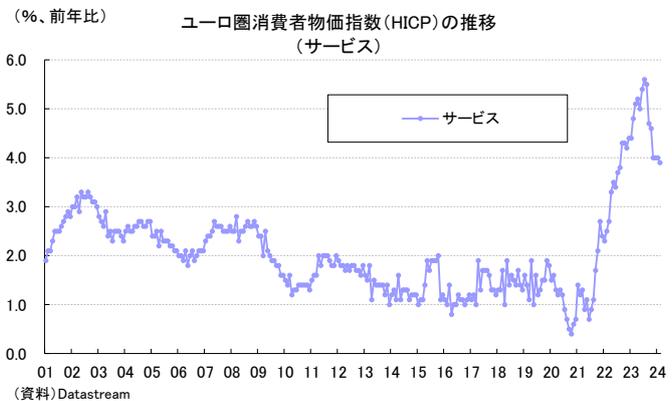
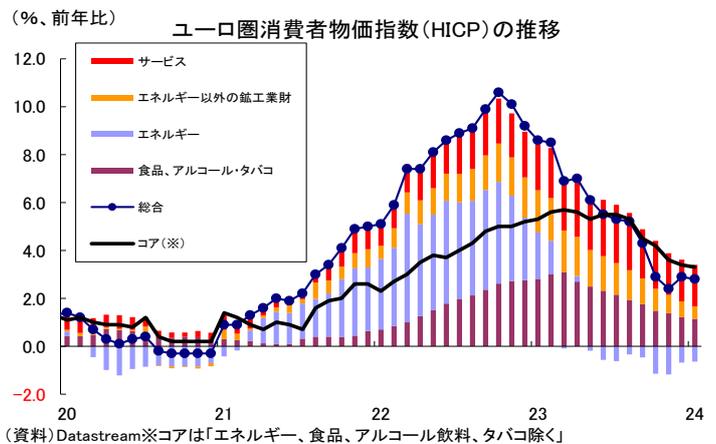
スタッフ見通しごとに利下げ、という考え方も

現実的には妥結賃金の鈍化モメンタムを信じ、コア HICP の実績を踏まえながら、6 月に利下げ着手というのが ECB の目論見だろう。だが、後述するように、妥結賃金が年内に 4% を割り込む可能性は求人広告から作った賃金トラックーを見ても、また ECB が開発中の賃金トラックーを見ても、可能性が高いとは言えない。上述の質問に対するラガルド総裁の回答としては「何か 1 つを重視することはない」ということになるのだろうが、少なくとも現在の雇用・賃金情勢を踏まえる限り、6 月以降、全ての会合で利下げが行われるとは筆者は全く思わない。ECB はスタッフ見通しを区切りとして決断を先送る傾向にあるため、最速で 6 月に着手したとしても、その後、9 月や 12 月のスタッフ見通しのデータを見ながら利下げの妥当性を検討するという運営に落ち着く可能性は高いと予想する。

《ユーロ相場の現状と展望～利下げを急ぐ必要性は乏しい～》

域内の雇用・賃金情勢は予断許さず

上述の通り、ECB 政策理事会は域内の雇用・賃金情勢に重きを置きつつ、現状維持を決定している。足許で入手可能なデータを見ても、急いで利下げしなければならない状況では全くない。例えば、ユーロ圏 2 月消費者物価指数 (HICP、速報値) は前年比 +2.6% で 1 月の同 +2.8% から低下したものの、市場予想の中心 (+2.5%) を若干上回った (右図・上)。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 +3.1% と前月の +3.3% から低下したが、こちらも市場予想の +2.9% を上回っている。総合ベースで 4 か月連続の +2% 台を記録していることは及第点とも言えそうだが、減速ペースは明らかに鈍化している。特に、コアベースが +3% 台で下げ渋っていることは ECB にとって愉快的状況とは言えない。名目賃金動向に大きく左右されるサービスを見ても +3.9% と前月の +4.0% から僅かな鈍化にとどまっている (右図・下)。同日発表のユーロ圏 1 月失業率が前月の 6.5% から 6.4% へ低下しており、再び過去最低の水準に回帰していることも合わせれば、域内の雇用・賃金情勢は予断を許さ

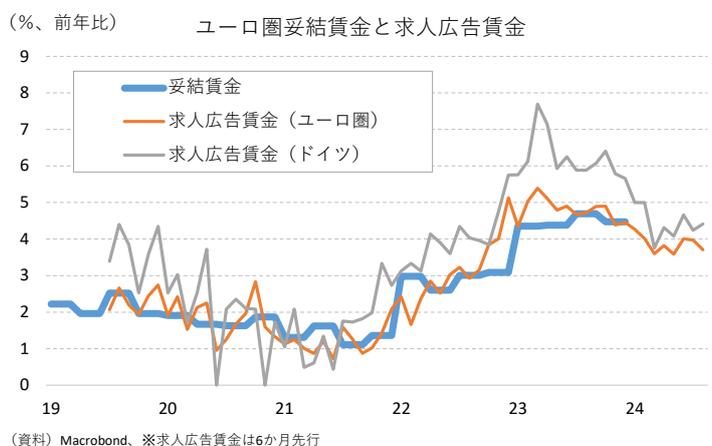


れるような状況とは言えないだろう。

減速は予見されるが十分ではない

周知の通り、ECB は利下げ開始時期の判断として労働組合による妥結賃金の仕上りを重視している。しかし、速報性に欠けることから、その先行計数として求人広告に基づいた賃金トラッカーを監視したり、自身で独自の賃金トラッカー開発に注力したりしている。後者については後述するが、2023年10～12月期の妥結賃金は+4.5%で同年7～9月期の+4.7%から一応の減速は確認されてはいる。この動きについてラガルド ECB 総裁はベルギーでの講演において「明らかに勇気づけられる数字だった」と発言しているが、「現在見られているディスインフレのプロセスが持続的で、中期で2%の目標に至るだろうとの一層の確信を持てることが政策理事会には必要」とも続けている。

さらに、ラガルド総裁は「1～3月期中に交渉が完了するセクターや対象となる労働者は多い。この数字が ECB にとって先行きを判断する上で重要になると思う。それが引き続き勇気づけられる内容であれば、なおさらだ」とも語っている。総じて、+4.5%の妥結賃金では安心できず、一段の押し下げが見られない限りは年央の利下げ判断には踏み切れない胸中が透ける。アイルランド中銀が求人会社インディードと協力して作成するユーロ圏の賃金トラッカーの軌道を前提にすれば



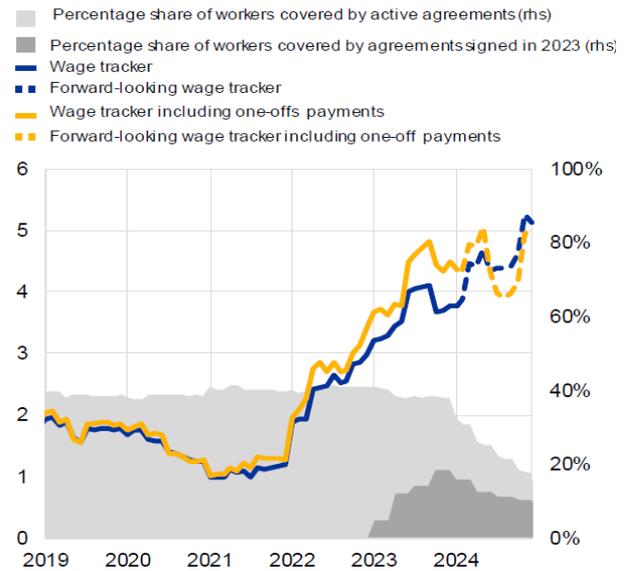
妥結賃金は+4.5%程度から+4.0%程度への減速が見込まれるが、その後の底打ちも予見される(図)。過去の経緯を踏まえると、+4.0%程度の妥結賃金で HICP が+2.0%程度に着地するのは難しく、利下げを強く正当化する内容とは言えない。「減速は予見されるが十分ではない」といったところだろう。

開発途上の ECB 賃金トラッカーは高止まりを示唆

もともと、当然だが、求人会社のデータを元にした賃金トラッカーは求人サイトに掲載された上で新規雇用される労働者の賃金を意味しているため、それを雇用・賃金市場全体の動きと解釈するのは無理がある(事実、インディード社のカバレッジが決して大きくない一部加盟国では妥結賃金と賃金トラッカーの間に乖離があることも指摘されている)。この点、ECB は加盟国中銀を共同して妥結賃金を予測するためのトラッカーを開発しようとしており、2024年2月8日付の occasional paper では「A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area」ではその議論の詳細が紹介されている。残念ながら未だ開発途上であることもあって、同データが定期公表され、時系列で入手できる状況にはまだない。しかし、同ペーパーの試算によれば 2023 年通年の妥結賃金は+4.2%程度(一時金除くベースでは

+3.7%)、2024 年見込みはいずれのベースでも +4.5%程度に着地する。現状、5月下旬までには公表される1~3月期妥結賃金の結果を受けて、「6月政策理事会のスタッフ見通し改定とセットで利下げ開始」というのが市場予想の中心と見られるが、果たしてそう上手くいくのか。開発途上の ECB 賃金トラッカーが正しければ 2024 年末まで妥結賃金は 4%を割り込むことは無い (図)。景気減速を受けて「利上げよりも利下げ」という姿勢に傾くのは理解できるが、連続的な利上げを正当化するほどの賃金・物価情勢が用意されているわけではない。筆者は6月政策理事会では声明文や総裁会見で賃金減速を認めつつも、利下げについてはその可能性を示唆することとどまり、夏休み明けの9月政策理事会で利下げという展開をメインシナリオとしたい。1~3月期妥結賃金の結果が可視化されない4月会合も3月会合に続いて現状維持で構えておいて差し支えないだろう。ちなみに、2月下旬に発表されたユーロ圏 PMI は製造業こそ悪化したものの、サービス業の改善にけん引される格好で総合ベースでも改善している。サービス業が復調傾向にもかかわらず名目賃金が顕著に失速するのだろうか。ECBの早期利下げを織り込むような市場期待は脆弱であり、利下げ着手は年後半以降にずれ込むと筆者は予想したい。

(Annual percentage changes and percentage shares)



(資料) ドイツ連銀、スペイン銀行、オランダ雇用主協会 (AWVN)、オーストリア国立銀行、ギリシャ銀行、イタリア銀行、フランス銀行

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。