

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 10 月 30 日

みずほ銀行
金融市場部・市場営業部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～円安は再起動したのか？～

本邦政治の現状と展望～政治における「デフレ」を再考する時～	P.3
日本経済の現状と展望～高まるインフレへの問題意識～	P.7
日銀金融政策の現状と展望について～「0%」超の解釈～	P.9
円相場の需給環境について～原動力を欠く円安相場の現状と展望～	P.11
米金融政策および経済の現状と展望について～問題は1年後・・・～	P.13
メインシナリオへのリスク点検～台湾有事はスルーで良いのか？～	P.15

◆ ユーロ相場の見通し～雲行きが怪しくなってきたユーロ圏の経済・金融情勢～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～対照性強まるユーロ圏と米国～	P.17
ユーロ圏経済とユーロ相場の現状と展望～暗雲垂れ込める域内経済～	P.19

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

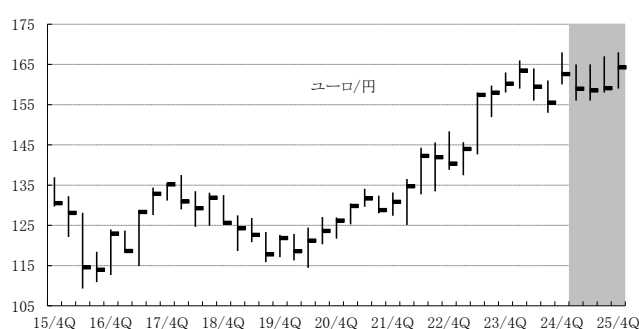
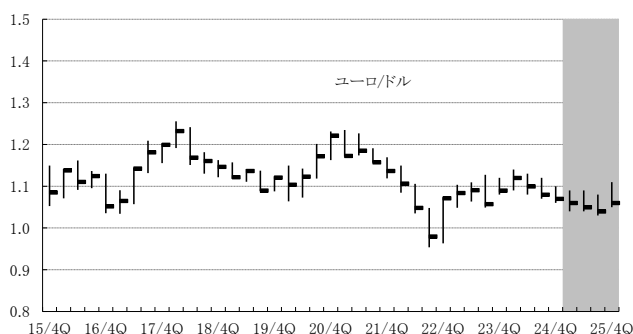
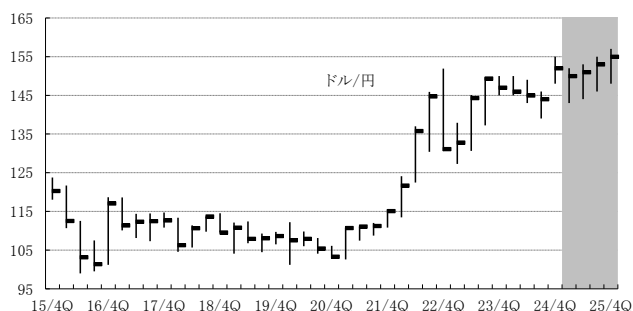
10月のドル/円相場は続伸した。投機筋の持ち高が円ロングに傾斜してきた経緯を踏まえれば、その巻き戻しで円相場が軟調を強いられるのは自然である。その勢いは本欄の想定を超えるものであったが、果たして、円ロングという投機が去った後も円安地合いは続くのか。22～23年は金利差を意識した投機的な円売り、機関・個人双方の投資家による円売り、そして巨額の貿易赤字と多くの要因が円安を支持していた。だからこそ、あれほどの規模と持続力を伴った円安局面が醸成されたのである。現状の需給環境に目をやると、キャッシュフローベース経常収支の1～8月合計に関し、昨年は約▲2.9兆円の赤字であった一方、今年は約+1.9兆円まで回復している。投機の円ロングが巻き戻されて急性的な円安が起きたとしても、需給面から言えば、その持続力には疑問符が付くというのが筆者の基本認識だ。円安の長期化にはFRBの利下げ路線もしくは日銀の利上げ路線に関し、そのいずれかもしくは双方について「可能性が潰えた」という確信を要する。この点はまだ不透明だ。FRBの利下げ停止が争点化するのは来年末以降であり、その際は円安再起動を議論することになる。総選挙で大敗を喫した政府・与党に期待されるテーマとして「アコード修正こそ最もイージーで本質的な物価高対策」という点は挙げたい。もはや日本国民はデフレを懸念する状況にあらず、円安経由のインフレを抑制することに問題意識が移るのが筋。

片や、10月のユーロ相場は軟化した。ユーロ相場にとっては明らかに逆風が強まっている。基礎的経済指標の現状を踏まえる限り、欧米格差は顕著に拡大している。当面の利下げに関するメインシナリオは、ECBについては年内にあと▲25bpを1回、年明け1～3月期に▲50bp(▲25bp×2回)までは既定路線。9月に改訂されたECBスタッフ見通しを見ても、3年3か月ぶりに+2%を割り込んだ9月HICPはベースシナリオを下回るもので、利下げの正当性を裏付けている。むしろ、スタグフレーションに悩んでいた最近と比べると、ECBの採るべき進路がクリアになり、不透明感は後退したとさえ言える。これに対しFRBは11月の1回は既定路線としても、12月以降に関しては全く約束されていない強い経済状況を誇っている。盟主であるドイツを中心としてリセッションシナリオへの回帰が争点化しているユーロ圏と、リセッション回避(ノーランディング)シナリオが争点化している米国の対照性はあまりにもはっきりしており、それはそのまま欧米金利差、ひいてはユーロ/ドル相場の水準に反映されやすい。今後1年間で1.05割れを臨む展開があるかどうかが焦点になるだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～10月(実績)	11～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	139.58 ～ 161.96 (153.25)	148 ～ 155 (152)	143 ～ 152 (150)	144 ～ 153 (151)	146 ～ 155 (153)	148 ～ 157 (155)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1214 (1.0822)	1.06 ～ 1.10 (1.07)	1.04 ～ 1.09 (1.06)	1.04 ～ 1.09 (1.05)	1.03 ～ 1.08 (1.04)	1.05 ～ 1.11 (1.06)
ユーロ/円	154.44 ～ 175.42 (165.85)	160 ～ 168 (163)	156 ～ 165 (159)	156 ～ 165 (159)	158 ～ 167 (159)	159 ～ 168 (164)

(注) 1. 実績の欄は10月30日までで、カッコ内10月30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。



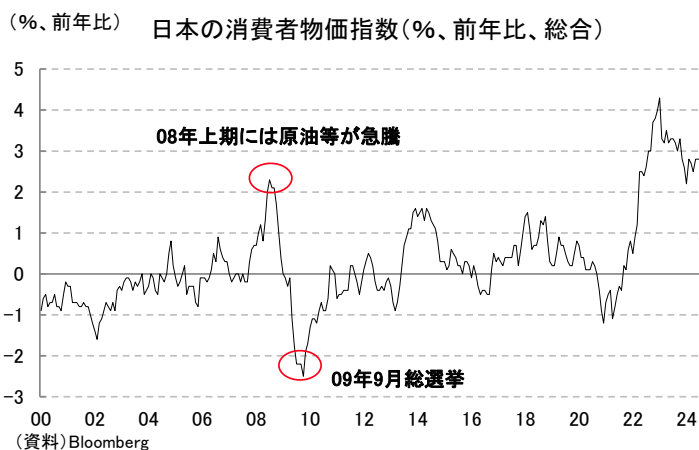
◆ ドル/円相場の見通し～円安は再起動したのか？～

《本邦政治の現状と展望～政治における「デフレ」を再考する時～》

リスクシナリオの実現、物価高政局の厳しさ

既報の通り、総選挙は与党大敗で幕を閉じた。その投開票について、筆者はテレビ東京選挙特番に出演しつつ、その趨勢や要人発言を注視した。印象的であったのが、石破首相はもちろん、躍進を遂げた野田代表や玉木代表といった野党党首達の表情も浮かないものであったということだ。答弁からは裏金問題が争点化する中、有権者は自民党を避けたのであって野党が選ばれたわけではないという実情を理解しているようにも思えた。実際、野党単独で比較第一党になれたわけではなく、これから待ち受ける政局不安定が視野に入るからこそ喜べないということであったのかもしれない。番組中でいくつかのコメントをさせて頂いたが、その後に大きな反響を頂戴しているのが「金融市場でリスクシナリオに分類されていた『自公過半数割れ』が現実化した以上、まずは日本丸ごと売り、トリプル安というファーストリアクションではないか」といった趣旨の発言であった。

この点は選挙前の本欄でも重ねて議論してきた話である。実際、本稿を執筆している10月30日東京時間午前時点では円安・株高・債券安（金利上昇）の色合いが強く出ており、トリプル安にはなっていない。考え方としては「既に選挙直前に自公過半数割れは織り込まれていたから」もしくは「単純に円安を反映しただけ」という可能性はある。ちなみに、一部では「高市トレードの復活」と次の政局を見据えた動きと



して解釈する向きもあるようだ。だが、与党大敗と今後の政局不安定は見えている話であるため、株高の持続性には疑義は持たざるを得ない。なお、今回の与党惨敗を受けて2009年9月の自民党下野が引き合いに出されることが多い。当時はリーマンショックを受けた超円高とこれに伴う国内景気の冷え込みが手伝って、時の政府・与党に厳しい世論が高まったと言われていた。しかし、実は前年には1バレル140ドル以上の原油価格急騰があり、消費者物価指数(CPI)の上昇率が+2%をにわかに超えるということがあって、数々の値上げが確認された後での選挙であった(図)。今回の総選挙も過去2年渡るCPI急騰を経て、物価高が争点化する中で行われている。欧米も同様だが、やはり国民が物価高に窮する状況で行われる総選挙は時の与党に厳しい審判がくだりやすいということなのだろう。

野党との連携は難しさあり

まだ、具体的な政権枠組みははっきりしておらず、確たることは言えないが、勝敗ラインである自公過半数確保が達成できなかったことで石破首相を含めた執行部の責任問題は免れない。この点、現状では続投の意思が表明されているものの、同時に野党の一部と連携する意思も示唆されている。裏金議員の追加公認や無所属議員の取り込みだけでは間に合わないほどの大敗であるためだが、野党との連携は簡単ではない。まず、対立軸の主役である立憲民主党が自公政権に入ることは無いのは当然として、国民民主党や日本維新の会もその意思がないことを表明している。どこの国でも同じだが、与党を追い詰めた

野党が与党にパーシャル連合という形で手を貸すことで政権運営に関与することは確かに可能であるものの、結果として野党としての存在意義を喪失するというケースは多い。大連立に手を貸したことでドイツの社会民主党（SPD）は長年、メルケル前首相擁するキリスト教民主同盟（CDU）の日陰に置かれ、存在意義が問われる状況に追い込まれていた。与党への安易な協力は野党の党勢失速に直結しかねず、簡単には飲めない。

金融引き締めは信認を得たのか？

金融市場の観点からは金融政策運営への示唆も考えたいところである。選挙直後の相場反応はさておき、金融市場で議論を呼んだ「日銀の物価安定目標を 2%から 0%超へと変更する」という公約をどう考えるべきなのかというのは重要な論点である。今回、自民党惨敗の主因は裏金問題であったとしても、上述するように物価高に喘ぐ国民生活も確実に支持率を蝕んだと言える（むしろそちらが主因かもしれない）。また、その背景に円安があったことを国民も理解しているだろう。ここからは推測の域を出ないが、その円安の遠因が緩和的な金融政策であったという点にまで理解が及んでいる国民も少しずつ増えているのだろう。今回、公約の中で自民党がはっきりと金融政策運営についてメッセージを発したわけではないが、就任直後、石破首相が緩和継続の要望を口にしたことは大きく報じられた。

背景として裏金問題という敵失があったのは間違いないとしても、財政・金融政策運営についてタカ派的なイメージの強い立憲民主党が躍進した以上、政治は金融市場のご機嫌取りで弛緩した金融政策運営を促すのではなく、漸次的に円金利を上げることの意義と向き合う時期に来ているのではないか。ちなみに米国でもユーロ圏でも利上げする時に世論の反対が無いわけではない。独立した中央銀行がその必要性に鑑みて決断しているだけであり、日本にもそれが望まれている。

なお、立憲民主党が公約に掲げたような「0%超目標」は表現として極端過ぎるため、この点は検討の余地がある。恐らく物価上昇に関して「できるだけ早期に」目指そうとする現行の政府・日銀による共同声明（アコード）が健全ではないので、ここに修正の余地があることは間違いない。政府・与党が大手を振って日銀の利上げを求めるようなことは政治的な困難を伴うとしてもアコードの修正程度であれば大きなコストもなく、直接的に決断できるだろう。具体的には「できるだけ早期に」の文言を削除するのか、「中長期的に」と入れ替えるのかといった措置は求められる。アコード修正は新政権が最もイージーに着手できる上に、最も本質的な物価高対策の 1 つではないか。

巧妙だった国民民主党

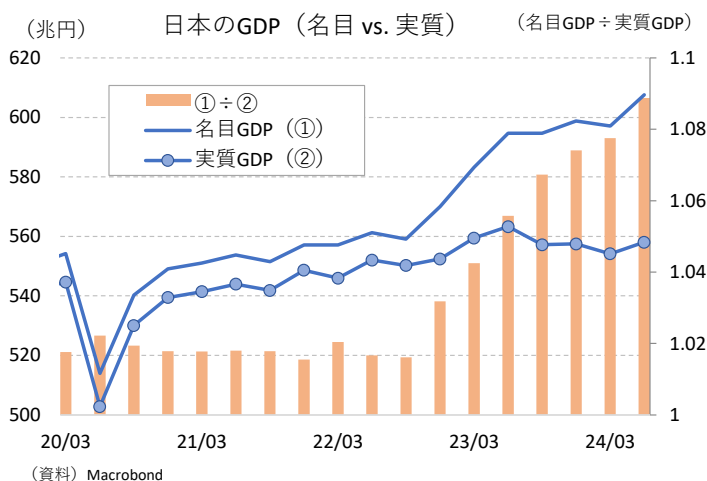
いずれにせよタカ派的な金融政策の必要性を説くのは政治的にも勇気を要する。この点、国民民主党が「手取りを増やす」とのメッセージで若年層の支持を取り込んだのは巧妙だった。「手取りを増やす」というフレーズは一度に色々な政策課題にアプローチできる。改革の本丸であるべき社会保障費問題はもちろん、円安を助長している実質賃金を押し下げる金融緩和へのけん制にもなる。原発再稼働を睨んだエネルギー政策にも絡んでくる（同党は原発活用に前向きである）。今後も「手取りを増やす」は使い回されていく可能性が高いし、それは悪いことではないように思える。

上述するように、今後の日本は何らかの形でデフレというフレーズに対する意識変革を起こさなければ、多くの国民が小さくない違和感を抱きながら、政治のデフレ脱却論議に付き合わされる状況が続いてしまうだろう。現状では「実質賃金の低迷」の遠因となっている円安や、これとセットと考えられてい

る円金利の低位安定に終止符を打つことが、実体経済が復調するための迂遠な道に見えて実は王道ではないのか。今回、「3年でデフレ脱却」を強調した自民党が大敗を喫し、金融緩和修正の必要性を説いた立憲民主党や手取り（≡実質賃金）の重要性を訴えた国民民主党が躍進した事実を踏まえれば、「もうデフレ脱却という手垢の付いたフレーズは殆どの国民に刺さらない」と考えるべきではないか。争点はデフレではなく、もはやインフレなのだ。正しく患部を診断しなければ、正しい処方箋は与えられない。

国民が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」

繰り返しになるが、今の国民が望んでいるのは「デフレ脱却」ではなく恐らく「インフレ脱却」である。政界全体で物価高対策が争点化し、実質賃金のプラス転化とその定着が希求される状況において、日銀利上げのけん制やそれに伴うドル/円相場の押し上げは明らかに不自然である。現状、日本経済の足枷となっているのは「上がる物価（インフレ）」であって「上がらない物価（デフレ）」ではない。それは GDP の名実格差からも確認できる話だ（図）。もっとも、「上がる物価（インフレ）」



が問題視される現状を踏まえ政府がデフレ脱却宣言に踏み切るというのも簡単ではない。脱却宣言を受けた家計部門は恐らく「生活は苦しいままだ」と政権への反意を強める可能性がある。だからこそ岸田政権もデフレ脱却宣言への期待が断続的に熾りながら、遂にそこへ至ることは無かった。デフレは、そこからの脱却を目標化することも、そこからの脱却を宣言することも世論が違和感を覚えるという非常に難しい状況にある。しかし、そうであったとしても筆者はデフレ脱却宣言に踏み切って欲しいと考える。

「デフレの定義」を整理する時

なぜ、このような難しい状況になっているのか。ひとえに「デフレの定義」が曖昧なまま放置されているからではないかと筆者は考えている。何となく景気が冴えない状況を総称してデフレという言葉に集約しているため、あらゆる経済主体にとって非常に使い勝手の良い言葉になりがちな状況はないだろうか。しかし、「デフレの定義」は経済主体によって異なる（図）。

各経済主体が抱く「デフレ」のイメージ

政府・日銀	CPIの低迷
企業	円高・株安
家計	実質賃金の低迷
海外	円高・株安

(資料) 筆者作成

1990年代後半以降、デフレとは政府・日銀にとっては

「CPIの低迷」であり、企業にとっては長年続く「円高・株安」であり、海外投資家にとってもやはり「円高・株安」であったように筆者は思っている。異次元緩和が起動する2013年以前、日本経済にとっては慢性的な円高・株安が宿痼のように考えられていた。実際、過去に行われた日銀の追加緩和はその殆どが円高・株安への対処だった。そして慢性的な円高ゆえに輸入物価も抑制され、一般物価も上がりにくい状況があった（もちろん物価が上がらなかったのは円高のせいだけではない）。少なくとも約10年前

まではデフレという言葉は多くの経済主体にとって最大公約数を捉える非常に便利なフレーズであった。

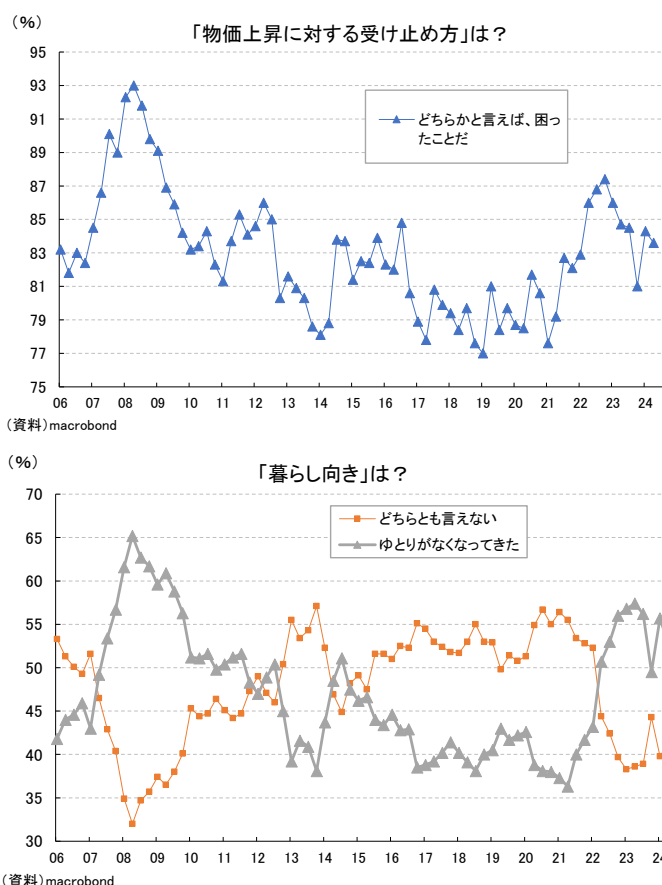
特に「CPI の低迷」という表層的な状況の解決に傾倒したのが政府・日銀が総力を挙げたアベノミクスであり、象徴的には黒田体制下での異次元緩和であった。その余波で継続される金融緩和路線とこれを一因とする円安、さらに資源高の影響も相まって「CPI の低迷」という表層的な状況は現状では解消されているし、円安を起爆剤として株高も実現している。現状、「CPI の低迷」や「円高・株安」という意味でのデフレに関し、脱却は完了していると言っても差し支えないだろう。

しかし、家計部門（≒国民）においては「こんなはずではなかった」という感情が強いだろう。それは家計部門にとってのデフレとは「実質賃金の低迷」だったからではないかと思う。日銀が公表する「生活意識に関するアンケート調査（9月調査）」を見ると、83.6%が物価上昇について「どちらかと言えば、困ったことだ」と回答している（図）。この状況で「デフレ完全脱却を目指します」と言われて、国民は謝意を覚えるだろうか。むしろ反感を買うだけであろう。なお、より率直な「暮らし向き」に対する質問についても「ゆとりがなくなってきた」との回答が 52.7%と高止まりしている。図を見る限り、今次円安局面の開始（22 年 3 月）を境としてこの回答割合は切り上がっているように見える。ちなみに「物価上昇に対する受け止め」の質問に戻れば、基本的に「どちらかと言えば、困ったことだ」との回答が常に多数派だったことも分かる。所詮、インフレ目標は未達であったからこそ国民に支持されていたのであり、達成すれば「こんなはずではなかった」という思いで背を向けられているのが現状だろう。民意で金融政策の方向性を決めてはいけないというのが過去 10 年間の学びであったと言える。

デフレという現象に対し、政府・日銀と家計では問題意識の置きどころが同じではない。物価に関し、前者は上がって欲しいが後者は上がって欲しくないという認識相違があるように思う（家計部門はデフレという言葉の意味をそこまで正確に考えていないとも言える）。日本の家計部門は長年、名目・実質双方のベースで上がらない賃金を強いられてきた。「慢性的な不況」と「実質賃金の低迷」がデフレという便利なフレーズに押し込められ「デフレを脱却しなければならない」という価値観が家計部門に強く根付いているように思う。その認識でも最近までは大きな問題にならなかったが、インフレが定着したことで、家計部門とそれ以外の間で「デフレの定義」の差異が浮き彫りになってきているのが現状である。

「デフレ」の使用に終止符を

石破首相が就任以来、口にした「デフレ脱却」は本来的に政府・日銀が念頭に置いていた「CPI の低迷」という意味ではなく家計部門が抱えている「実質賃金の低迷」という意味で使ったのだろう。そうで



あれば誠に正しい認識である。しかし、多くの国民にその真意は伝わらなかった。額面通り受け止めれば、物価上昇を望む政治からの情報発信のように見えかねないため、石破首相がデフレ脱却を強調するほど家計部門は「何もわかっていない」という反感を覚えてしまう。

今後、政府は「CPIの低迷」という意味でのデフレはもう終わったということを説明した上で、デフレという言葉から少しずつフェードアウトし、その使用に終止符を打つ必要があるだろう。一気呵成にデフレ脱却宣言をしても良い。その上で本当の問題はインフレ脱却、これに伴う「実質賃金の低迷」の解消であることを強調しても良い。そうすれば無為に日銀の利上げをけん制して円安相場を促すこともないし、その火消しに通貨政策を動かす必要もなくなる。

先述の通り、いずれにせよ何らかの形でデフレというフレーズに対する意識変革を起こさなければ、多くの国民が小さくない違和感を抱きながら、政治のデフレ脱却論議に付き合わされる状況が続くことになる。その結末は時の政府・与党の選挙惨敗である。この状況を打開するには、誰がリーダーになろうと円安か金利上昇のいずれかは受け入れる必要がある。為替を制御するのは元より難しいのだから、緩やかな金利上昇を意図的に甘受しつつ、円安圧力のガス抜きが必要になるように思う。

もちろん、日銀の連続利上げが難しいことは理解できる。ただ、わざわざ政治的にその運営をけん制するような所作は不必要な円安を招くリスクがあるため、控えた方が良好だろう。円安は「実質賃金の低迷」を助長するのだから家計部門はそれを良く思わないし、最終的には時の政権への批判として返ってくる可能性が高い。現状、日銀は内外金融情勢を見極めながら正常化に動こうとしている。積極的に利上げを応援する必要はないが、ノイズを増やしてその見極めを難しくする必要もない。

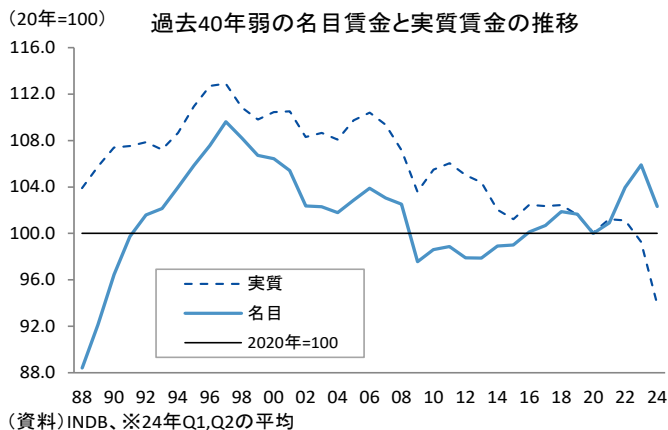
《日本経済の現状と展望～高まるインフレへの問題意識～》

実質賃金のマイナス転落について

具体的な日本経済の実情に目を移してい

こう。厚生労働省が発表した8月毎月勤労統計では実質賃金（速報、従業員5人以上の事業所）が前年同月比▲0.6%と3か月ぶりのマイナスに転落した。6月分が2022年3月以来、実に2年3か月ぶりにプラスとなったことが話題になり、7月分も増勢が維持されていたが、この2か月間は特別給与すなわち賞与による一時的な押し上げが反映された結果でもあった。8月も持続性を判断する上で重要な項目である「決まって支

給する給与（所定内給与に残業代や休日手当などを加えた給与）」が同+3.0%と32年4か月ぶりの高い伸びを示したものの、持ち家の帰属家賃を除く消費者物価指数（CPI）が7月の同+3.2%から8月は同+3.5%へ加速する中、実質賃金がマイナスに押しやられている（図）。もちろん、細かく見ればパートタイム労働者の実質賃金がプラスであることや時間当たりで見た実質賃金は依然プラスであることなど明るい材料も垣間見えるが、円安・資源高騰・輸入物価経由の一般物価上昇が家計部門の所得環境を毀損している状況は明らかである。



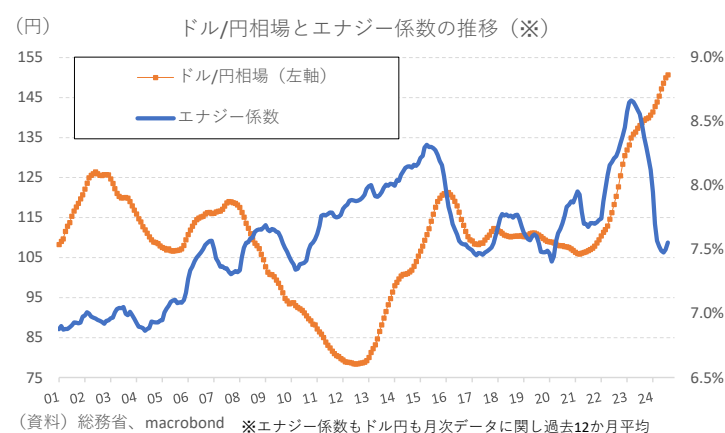
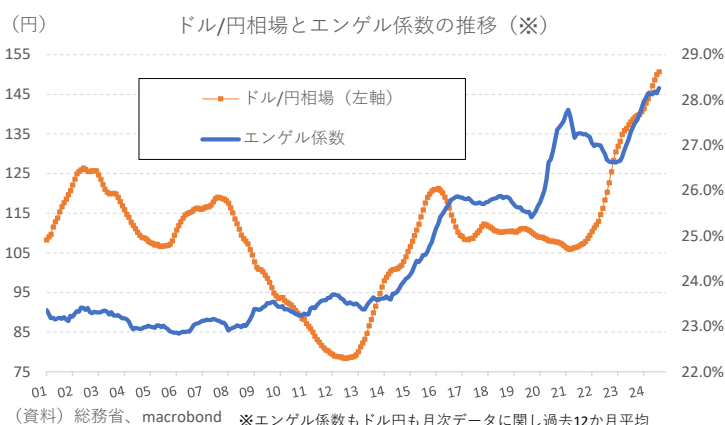
エンゲル係数、過去最高水準へ

家計の体感がデフレではなくインフレである事実は特に必需品への支出が拡大していることに象徴的に現れる。10月18日の日本経済新聞は「エンゲル係数、42年ぶりの高水準 家計支出の28%に」と題し、家計の消費支出に占める食費の割合が過去最高水準まで上昇していることを報じた。家計調査（2人以上世帯）から算出されるエンゲル係数（食料品への支出÷消費支出全体）に関し、ヘッドラインの28%は1～8月平均（28.1%）を対象としているが、8月単月では30.1%、過去12か月平均では28.3%とさらに高い。「失われた30年」と呼ばれた1990年代後半以降、経験したことのない水準であり、「デフレからインフレへ」という時代の切り替わりを予感させる動きである。食費やエネルギーのような必需品への支出割合は低所得者層ほど高くなり、格差が拡大しつつあると言われる日本社会において必然的に政治の選択はばらまき型へ傾斜しやすくなる。

なお、2023年度に関し、日本の食料自給率は38%、カロリーベースの食料国産率でも47%であることが農水省より発表されている。つまり、食料の5～6割程度は輸入に依存する現状であり、当然、円安と共にそのコストは膨らみやすいことは議論の余地がない。同じ議論はエネルギー（電気代、ガス代、灯油代、ガソリン代）に対する支出割合にも当てはまる。この点は多くの説明を要しない論点だろう。現状、日本のエネルギー自給率は13%前後、つまり、9割弱は輸入に依存しており、やはり円安によりコストは切り上がりやすい。家計の消費支出に占めるエネルギー支出の割合（エネルギー係数）は昨年末から年初にかけて8%台後半にあった。歴史的な高水準である。その後、補助金の効果などもあって7%台前半まで抑制されているが、財政支出を引き換えにしており持続可能な状況とは言えない。この期に及んでも「悪い円安」という言葉について直情的に反意を放つ論者もいるが、現実問題として日本の家計部門の困窮度が円安により高まっているのは紛れもない事実だ。

結局、逆効果になるばらまき対策

かかる状況下、与野党問わず、選挙の争点の1つとして物価高対策が浮上しているのは誰よりも世論に敏感な政治家として当然のリアクションだろう。この際、円安の善悪を問う余地など無く、円安の修正こそが物価高対策の要諦だと認識している政治家は多い。しかし、これを言い換えれば、「日銀は正常化にまい進すべき」という主張になってしまうため、選挙期間中には言及が難しい。だから、安易に現金給付の話しかせざるを得なくなるのである。とはいえ、度重なる現金給付の結果として日本の実質的な成



長率は押し上げられたらどうか。既に述べたように、名実 GDP 格差は歴史的に見ても非常に大きいままである。そもそも拡張財政路線はいずれ海外勢を中心として円売りの口実になりやすいのだから、現金給付で物価高の痛みを緩和したとしても、最終的には円安発・輸入物価経由の物価高で相殺されることになる。給付金や減税に依存する物価高対策は短期的な効果ごく限られている上に、中長期的には逆効果ですらある。それで円安の原因が根絶されるわけでは無いものの、拡大したままの内外金利差を修正する努力は求められる。漸次的な金利の上昇は今後、容認せざるを得ないのではないのか。既に述べたように、まずは必ずしも健全とは言えない政府・日銀のアコード修正を図るのは合理的であろう。

《日銀金融政策の現状と展望について～「0%」超の解釈～》

「0%」超の解釈

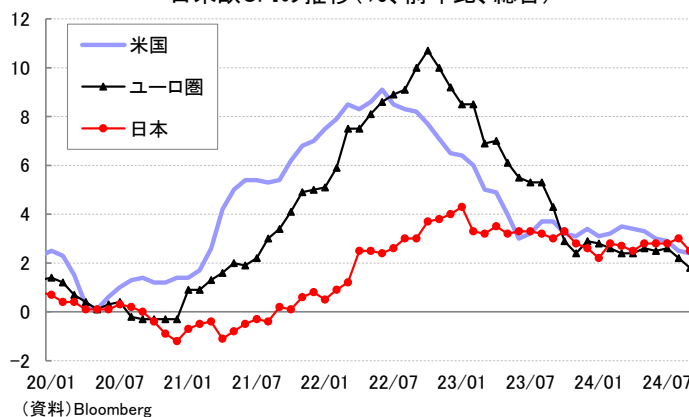
既に論じた通り、総選挙を経た金融市場の立場からは政治的にも関心が高い物価高対策、およびこれに伴う金融政策運営の行方が注目される。立憲民主党が公約で「新しい金融政策への転換」と銘打ち、日銀の物価安定目標を「2%」から「0%超」へと変更するという方針が提示されたことが一部で注目された。これには賛否があったものの、結局、立憲民主党の議席は大幅に躍進した。実際、この目標変更はどう解釈すべきなのか。今後も重要になるテーマゆえ、筆者なりの所感を提示しておきたい。

結論から言えば良い部分と悪い部分がある。先に悪い部分から言えば、「2%」を「0%超」へ修正するという情報発信は不必要に日銀のタカ派色をアピールする恐れがある。もちろん、1.8%や1.5%でも「0%超」なのだから、過度な引き締めを意味するわけではない。しかし、「0%超」という字面が持つインパクトは大きい。市場参加者ひいては市井の人々にとって金融政策運営の善し悪しは残念ながら第一印象で決まりやすい。表現として単純過ぎるため、意図しないタカ派解釈から想定外の円高・株安を惹起しかねないだろう。現に、この方針については「タカ派的過ぎる」との批判が非常に多い。

この点、泉健太・前立民代表は X 上で『0%近傍』という意味ではなく、『プラス領域』という意味」と釈明に追われている。また、同党におけるネクスト財務金融相である階猛議員も「明らかな誤解。我々は物価 0 ではなく実質賃金プラスを目標にしている」、「物価 0%を目指すことはなく、実質賃金プラスなら物価 2%でも何ら問題ない」とやはり X 上で情報発信している。さらに、野田佳彦代表も日本経済新聞などのインタビューで「物価上昇率がゼロを下回ってはいけませんが、デフレ脱却に向けて柔軟性があつた方がいいとの趣旨だ」と答えている。要するに「2%を無理やり目指すことはしない」という意図が透ける。表現は不味いが、柔軟性を意識しているのは良い部分である。

かねて指摘されているように、現在の物価目標に関する政府・日銀の共同声明（アコード）が孕む最大の問題点は 2%目標について「できるだけ早期に実現することを目指す」という部分だ。この「できるだけ早期に」というミッションが退くに退けない日銀の状況を創り出し、イールドカーブ・コントロール（YCC）に象徴される無理筋な政策運営の遠因になったのは間違いない。このアコードが黒田体制の誕生と共に「2年間でマネタリ

(%, 前年比) 日米欧CPIの推移(%, 前年比、総合)



一ベースを 2 倍にしてインフレ率を 2%にする」という期待（というより誤解）に働きかける政策運営に繋がっていくのである。だが、そもそも物価目標達成までのスピード感を盛り込む事例は海外には無い。それが「0%超」という表現かどうかはさておき、野田代表の言うように「デフレ脱却に向けて柔軟性があった方がいい」という問題意識は正しい。そもそも、過去 2 年以上にわたって CPI が 2%以上で推移しているのに（前頁図）、未だにデフレ脱却が認められておらず、利上げペースも緩慢なのだから、実際、日本のインフレ目標は相当の柔軟性を孕んでいる。そうであれば適切な表現に変えた方が良いでしょう。

皆がやっているから「2%」

通常、物価目標は「中長期的に」実現されていれば善しとするものだ。例えば ECB はこれを「over the midterm」と表現しているが、具体的にどれほどの期間なのかは分からない。期間の透明性を追求しても政策運営に無理を来すだけであるため、明文化する意味は無い。そもそも、現在はグローバルスタンダードとなっているインフレ目標の数値「2%」も厳格な理論に基づいたものではないのだから、それを実現するための期間を厳格に区切ることに意味は見出しにくい。よく知られているように「2%」という数字はかつて大幅なインフレに苦しんでいたニュージーランドが設定したのが起源である。具体的に同国議会は 1989 年 12 月、ニュージーランド準備銀行法を成立させる中で「0~2%」を目標値として設定した。その後、これを契機として世界的に「2%」が採用されるようになるが、端的には「皆が 2%で設定しているから」というのが偽らざる実情である。

しかし、日本以外で「2%」のインフレ目標を採用した国々に共通しているのは高インフレを前提として「2%」へ抑制するという話であって、低インフレを前提として「2%」へ押し上げるという話では無い。つまり、デフレ脱却を念頭にインフレを希求してきた日銀とは事情が正反対である。「2%」に関し、そこへの抑制を謳った中銀では利上げ方向の議論で済むが、押し上げを謳った日銀では利下げ方向の議論が必要になる。前者は青天井だが、後者にはゼロ金利制約（正確には実効ゼロ金利制約、ZLB : Zero Lower Bound）がある。ZLB に直面した日銀の政策運営がマイナス金利政策やこれに付随する YCC など、如何に複雑怪奇なものに仕上がり、その出口が困難化しているかは多くの説明を要しないだろう。土台、理論的に根拠のない難しい目標を与えられている上に期限まで切られ、ZLB も乗り越えようとした結果が複雑怪奇なゼロ金利政策と YCC である。

理想は廃棄、次善策は「できるだけ早期に」削除

以上を踏まえると、立憲民主党公約の良い部分はインフレ目標の柔軟性を容認しようとしていること、悪い部分は表現が極端すぎること、である。繰り返しになるが、「2%」を「0%超」に変更するという修正はいかにもタカ派的であり、植田総裁の言葉を借りれば不連続なショックを与える可能性が高く、実際は広範な支持は得られないだろう。ではどのように修正すべきなのか。そもそもアコードなど 2013 年 1 月までは存在しなかったのだから、（見通せる将来は厳しそうだが）政権交代の暁には廃棄でも問題無いが、敢えて修正の上で残すのであれば「できるだけ早期に」を削除するだけで問題ないだろう。

先に見たように、黒田体制から植田体制に移行する際、「できるだけ早期に」の削除か、代わりに「中長期的に」と言った文言に入れ替えるという案が取りざたされていたが、結局は手つかずのままであった。既に日本が（CPI の上では）デフレ状態ではないのであれば、デフレ脱却宣言と共に葬り去るという考えもある。現在の不健全な状態にあるアコードについて、その趣旨を質するという意思表示が野党側

より提示され、総選挙を経て世論からも一定の評価を得たこと自体、1つの進歩ではないかと感じる。

《円相場の需給環境について～原動力を欠く円安相場の現状と展望～》

円安、迫力と持続性には疑問

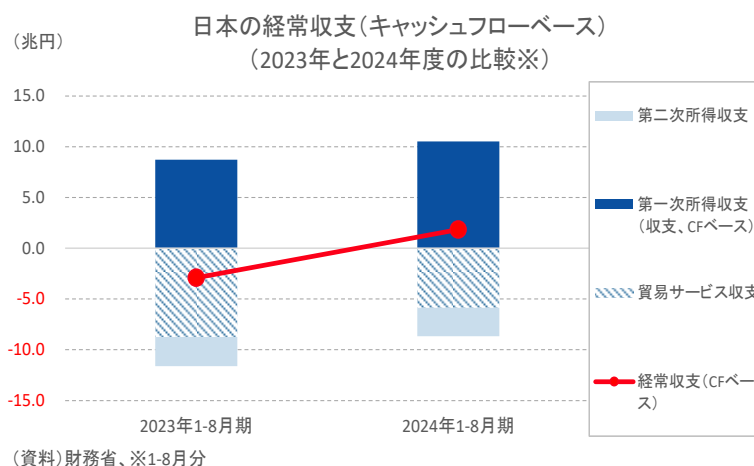
10月のドル/円相場は150円台に復帰、定着した。IMM通貨先物取引に象徴されるように、依然として投機筋の持ち高が円ロングに傾斜しているとすれば、その巻き戻しによって円相場が軟調を強いられるのは自然である。その勢いは本欄の想定を大きく超えるものであったが、その持続性に疑義は残る。

果たして、円ロングという投機が去った後もこの地合いが続くだろうか。2022～2023年は金利差を意識した投機的な円売り、機関・個人双方の投資家による円売り、そして巨額の貿易赤字と多くの要因が円安を支持していた。だからこそ、あれほどの規模と持続力を伴った円安局面が醸成されたのである。需給面で振り返れば、筆者試算のキャッシュフロー（CF）ベース経常収支で2022年は約▲9.7兆円、2023年は約▲1.3兆円と赤字だった（ちなみに統計上はそれぞれ約+11.4兆円、約+21.4兆円の黒字）。金利面では、この間、日銀の金融政策はマイナス金利が堅持され、FRBのそれは過去最速ペースで利上げされてきた。円安は必然の相場現象だったと言えるだろう。

現状、足許の円安相場にそれほどの迫力と持続性を筆者は感じていない。確かに、米9月雇用統計やそれに伴う円安・ドル高の動きは凄まじいものであったが、再現性に乏しいと言わざるを得ない。10月や11月の雇用統計でもポジティブサプライズが続けば、いよいよ円下げ局面の早期終了が争点化するかもしれないが、それをメインシナリオとして円安局面の再始動を想定するのは尚早に思える。

需給環境は過去2年ほど円安を支持せず

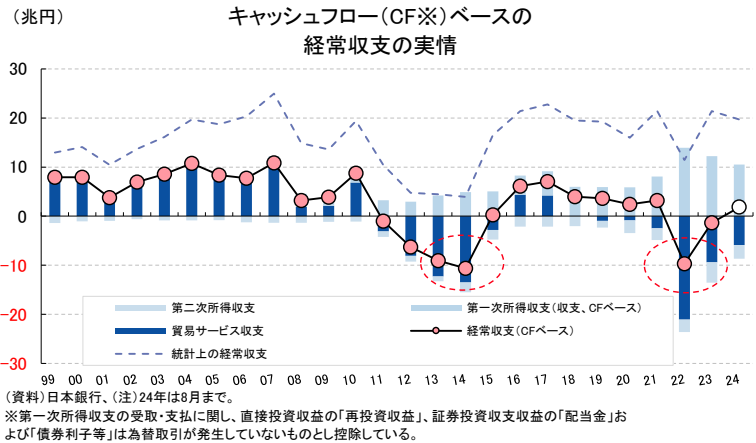
現状、円相場の需給環境は明らかに改善している。円の基礎的需給環境を整理しておく、1～8月合計で経常収支黒字は約+19.7兆円であった。これは比較可能な1996年以降、1～8月合計としては最大である。ちなみに昨年同期は約+13兆円であった。統計上の数字だけを見ても円の需給環境が前年比で大幅に改善していることが分かる。こうしたイメージは筆者試算のCFベース経常収支でも同じだ。8月単月のCFベース経常



収支は約+8000億円と3か月連続の黒字を記録している。CFベース経常収支が3か月連続で黒字だったのは2021年5～7月以来、即ち2022年3月以降に始まった今次円安局面では初めてとなる。1～8月合計で見た場合、昨年は約▲2.9兆円の赤字であった一方、今年は約+1.9兆円まで回復している(図)。貿易サービス収支の赤字が約▲8.7兆円から約▲5.9兆円へ縮小していることが大きい、第一次所得収支黒字がCFベースで見ても約+8.7兆円から約+10.5兆円へ拡大している。CFベースの数字を算出する上で重要な再投資収益が暦年統計の確定時まで不透明な部分が大きいため、確たることは述べにくいものの、過去2年に比べて需給環境は円安局面を正当化していないという実情はある。

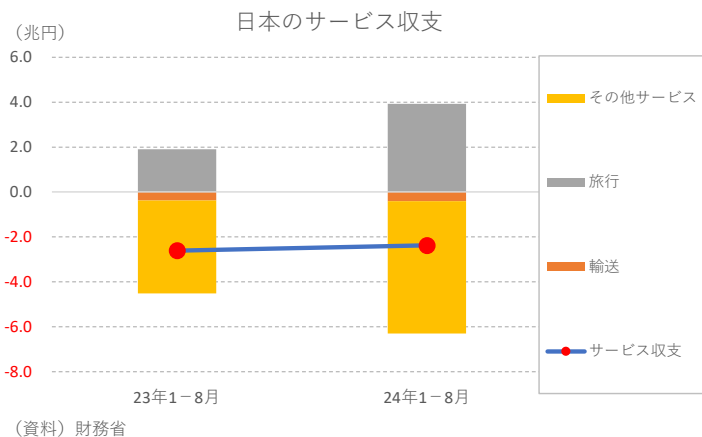
ちなみに CF ベース経常収支は 2017～19 年で平均+4.9 兆円の黒字があった(図)。現状はその水準までの復元が視野に入っており、投機の円ロングが巻き戻されて急性的な円安が起きたとしても、需給面から言えば、その持続力には疑問符が付くというのが筆者の基本認識だ。円安の長期化には FRB の利下げ路線もしくは日銀の利上げ路線に関し、そのいずれかもし

しくは双方について「その可能性が潰えた」という確信を要するだろう。しかし、この点はまだ確信を持ち得ない。現状はあくまで強い米経済指標と押し上げられる米金利によって円安相場が固まりつつあり、需給環境を冷静に解釈しようという視点が弱いように思える。



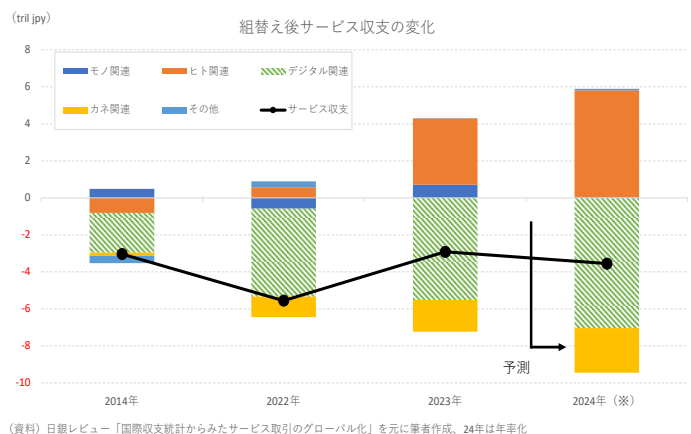
デジタル赤字は初の▲7 兆円台も視野

また、照会が多い論点ゆえ、デジタル赤字に象徴される「新時代の赤字」ことその他サービス収支赤字の現状についても整理しておきたい。これは経常収支全体から得られるイメージとは裏腹に継続的に赤字が拡大している。まずサービス収支全体について 1～8 月合計の数字を整理しておくと、昨年の約▲2.6 兆円に対して今年は約▲2.4 兆円とわずかに改善している。デジタル赤字を含むその他サービス収支赤字は約▲4.1 兆円から約▲5.9 兆円へ拡大



しているものの、旅行収支黒字が約+1.9 兆円から約+3.9 兆円へ倍増していることでサービス収支全体の赤字が限定されているのである(図)。近年の日本のサービス収支ではお決まりの構図だ。

しかし、問題は現状ではなく未来である。「観光産業が稼いだ外貨で、デジタル産業へ支払う外貨を賄う」という構図が持続できているのはあくまでスナップショットであり、今後も続けられるのかどうかは相当に疑義がある。人手不足が極まってくる日本において労働集約的な観光産業が稼得できる外貨はピークアウトする公算が大きい。片や、資本集約的なデジタル産業へ支払う外貨は社会における AI 需要などに鑑みれば、恐らく増えていくのだろう。日本



のサービス取引を取り巻く「ヒト vs. デジタル」という構図は現状でもヒトがデジタルに対して力負けしているわけだが、今後ますますデジタルに押し込まれてくる懸念がある。1～8 月合計のデジタル赤字は昨年の約▲3.8 兆円に対し、今年は約▲4.7 兆円まで拡大している。通年で見た場合、2023 年は約▲5.5 兆円だったが、恐らく今年は▲7 兆円台に届く可能性すらある（前頁図）。既に日本の貿易収支赤字に匹敵する項目としてデジタル赤字が存在していることは念頭に置きたい。もちろん、ヒト関連収支（≒旅行収支）も今年は初の+5 兆円台に達する可能性があるが、互いの持続可能性まで踏まえると、やはり日本から漏れる外貨は今後デジタル分野を中心に増えていかざるを得ないように思えるし、その帳尻は恐らく円安で合わすしかないのではないかと。

短期・中期・長期の目線で切り分けるべし

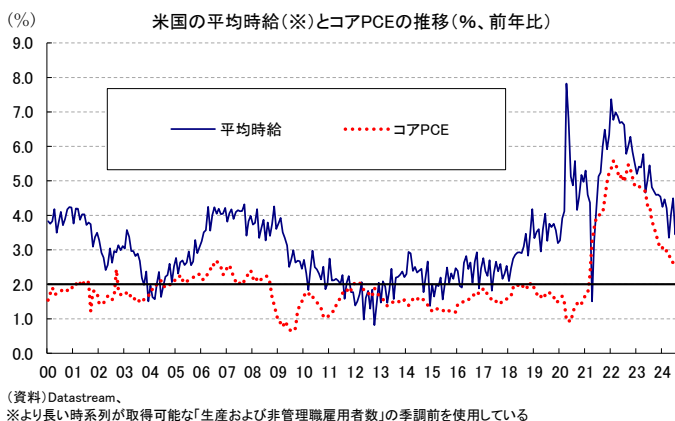
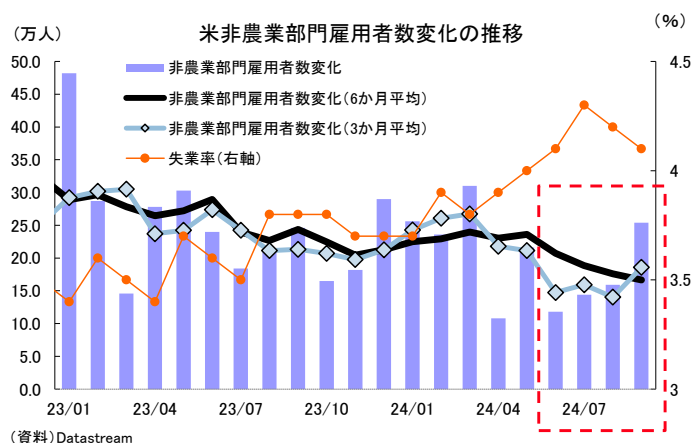
円相場のイメージをまとめると、短期的には投機の巻き戻し主導で円安に跳ねやすいという展開は想定され、本稿執筆時点では実際にそうなっている。しかし、投機のポジションが中立化した後、今後 1 年程度という中期的な目線に立てば、CF ベース経常収支の黒字転化に象徴される需給環境の改善を視野に円安に歯止めがかかりやすい地合いも斟酌する必要はある。

だが、さらに長期的な目線に立てば、現在はサービス収支赤字が拡大しないように「(旅行収支黒字が) 踏ん張っている」という状況に過ぎない。今後、デジタル分野を中心にサービス収支赤字が拡大し、旅行収支黒字が人手不足もあってピークアウトするのであれば、経常収支黒字が目減りしていく未来も視野に入る。そこまで考えた場合、やはり円相場の脆弱性は構造的に増していると考えるのが妥当だろう。

《米金融政策および経済の現状と展望について～問題は 1 年後・・・～》

米雇用、失速か、底打ちか

10 月 4 日に公表された米 9 月雇用統計は非農業部門雇用者数 (NFP) 変化に関し、前月比 +25.4 万人と市場予想の中心 (+15 万人) を大きく上回り、失業率も 4.2% から 4.1% へ、▲0.1% ポイント低下した。ブルームバーグにおける予想上限 (+22 万人) も優に上回る非常に強い内容であり、米金利は急騰、金利差を意識した円売り・ドル買いが見られた。その後に発表された米 9 月小売売上高も強い数字を残しており、本稿執筆時点の米 10 年金利はもう復帰が難しいと思われた 4% を超えて、10 月末には一時 4.3% 台での推移も見られている。後述するように、米国経済のソフトランディング (もしくはノーランディング) への期待が高まる中、11 月 6～7 日の FOMC に関しては一部現状維持を織り込む動きまで観測され始めている。なお、NFP の伸びは半年平均で見れ

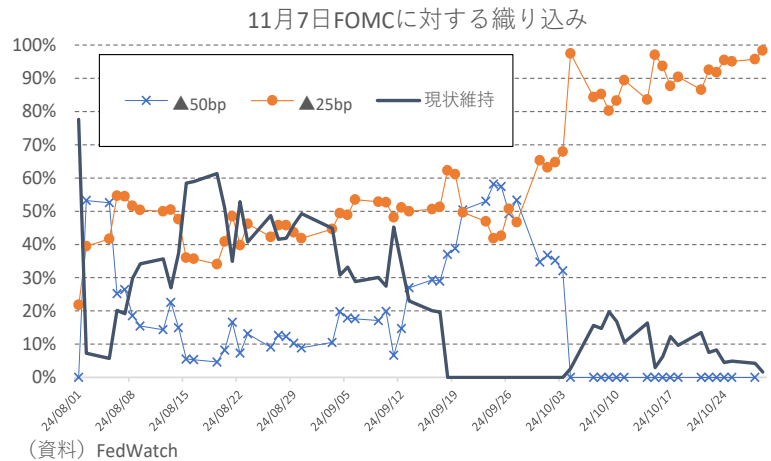


ば足許で失速傾向にあると言えそうだが、3 か月平均で見れば底打ち傾向にある（前頁図・上）。少なくとも大幅利下げの必要性を正当化できるような状況ではない。8 月時点では 9 月以降に▲50bp の連続利下げを当然視するような機運もあったことを思えば、たった 2 か月間で隔世の感を覚える。もっとも、賃金が基調的に下がり、これに伴い物価も基調的に押し下げられている絵図は未だ変わっていないため（前頁図・下）、利下げの終点をメインシナリオにするのは本稿執筆時点では尚早に思える。

11 月以降の FOMC をどう考えるか

では、11 月以降の FOMC をどのように考えておくべきか。少なくとも 11 月 FOMC に関して言えば、直前に米 10 月雇用統計（11 月 1 日）、米大統領選挙（11 月 5 日）があるため、FOMC の動きは直前まで読めないというのが実情である。もっと言えば、新大統領の下での執政がどうなるかという最も重要な点については 11 月 FOMC 時点では判然としていないはずであり、それが特にトランプ氏再選だった場合は

さらにノイズが大きくなる。かかる状況下、プレビューは非常に困難だが、入手可能な情報に基づき、イメージは作っておきたい。本稿執筆時点で FedWatch から察する 11 月 6～7 日 FOMC の織り込みは▲25bp 利下げについてほぼ 100% を織り込む状況にあるが、10 月中は米経済指標の強含みを受けて現状維持への織り込みも断続的に観測されていた（図）。もちろん、9 月 FOMC の議論からの一貫性を踏まえれば、▲25bp の利下げを想定しておくのが最も無難と言えるが、米 10 月雇用統計が再び予想を凌駕する改善となれば現状維持の織り込みは一気に拡大するだろう。かかる状況下、現状の見通しは「不透明」としか言いようがなく、▲25bp 利下げに構えつつ、現状維持も排除はできない。10 月 10 日にはウォール・ストリート・ジャーナルのインタビューに対し、ボスティック・アトランタ連銀総裁が 11 月 FOMC について「利下げを一度休止すべきかもしれない」と述べたことが大きく報じられている。メインシナリオは▲25bp だとしても、現状維持に関しても半身で構えておく必要はある。



問題は 1 年後・・・

11 月 FOMC はおろか、12 月 FOMC についても米国は現政権で迎えることになり、2025 年 1 月以降にならなければ、新政権下での金融政策運営には至らない。仮にトランプ氏再選を想定した場合、当人は低金利・ドル安を志向しつつも、経済政策運営としては金利・物価を押し上げるため、結局は「あまり利下げできない」という可能性が強まると筆者は考えている（ハリス氏当選の場合はその裏返しという解釈が広がっているが、さしたる根拠があるようには見受けられない）。そのような未来まで含まれていることを思えば、現状で FRB の「次の一手」に関して議論を尽くしても詮無きことである。

中長期的な為替相場見通し

を考える上で重要なことは「1年後にどうなっていそうか」である。今後1年で利下げが何回実施されるのかはさておき、来年10～12月期には2026年の政策金利の軌道が話題になっ

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2024	2025	2026	2027	Longer run
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%
Jun-24	5.125%	4.125%	3.125%	—	2.7500%
Sep-24	4.375%	3.375%	2.875%	2.875%	2.8750%

(資料)FRB

ているに違いない。現時点のドットチャートを前提とすれば、2026年中には中立金利に到達するという絵図が示されている(図)。そこまで考えると1年後に「利下げの終点」が争点化し、気の早い金融市場では日米金利差の再拡大とこれに伴う円安局面の再起動が取りざたされている公算は大きい。

今は目先の政策運営について関心が高いとしても、徐々に市場の目線は「利下げの終点」とこれに伴う資産価格の変化に移ってくる。ごく短期的な話をすれば、IMM通貨先物取引における円ロング解消が進む中で円安相場が続くものの、これが中立化されるに伴って再びドル/円相場の上値が重くなる時間帯が来るだろう。筆者は年末年始にかけてはそのような機運を警戒している(もちろん、大統領選次第ではあるが・・・)。上述したように、円の基礎的需給環境が改善しているのは間違いなく、円安・ドル高を推進するだけのパワーは今のところ感じられない。しかし、本欄では早ければ7～9月期、順当に行けば10～12月期には「利下げの終点」が争点化している可能性を念頭に置き、円安局面の再起動を想定している。日米金利差縮小が促す「円安時代の円高局面」は人々が想定していたよりも遥かに早く終わってしまう可能性を念頭に2025年の展望を検討すべきであろう。この点も過去に論じたポイントだが、今回のFRBの利下げはあくまで「普通の景気後退」に対する予防的措置であって、金融危機やパンデミックのような急性的なショックに割り当てられる政策対応ではない。緩和局面に入れば必然的にゼロ金利や大規模資産購入へ至ることを想定しがちな市場参加者にとっては些か肩透かしで終わる可能性は十分ある。

《メインシナリオへのリスク点検～台湾有事はスルーで良いのか?～》

材料視されなかった台湾有事

10月14日、中国の人民解放軍が台湾周辺で大規模な演習を行い、台湾を隙間なく包囲できる意図および能力を誇示したことが大々的に報じられている。習近平政権の掲げる「祖国統一」に反意を示す台湾の頼清徳政権を威嚇する意図であり、今後も断続的に懸念される事案だ。国際政治情勢の詳細は諸賢の分析に委ねるが、この一報を受けた東京時間の金融市場では地政学リスクの高まりを感じさせないリスクオン相場が展開され、日経平均株価指数も騰勢を強めていた。台湾有事よりも大型財政出動を背景とする中国経済への底入れ期待や円安再起動への期待が株価を引き上げる状況であった。もちろん、「演習であって実際の侵攻ではない」と言われればそれまでだが、台湾有事がいつか到来する巨大な地政学リスクとして常時注目されていた経緯を踏まえると、些かやや意外感も覚えた。

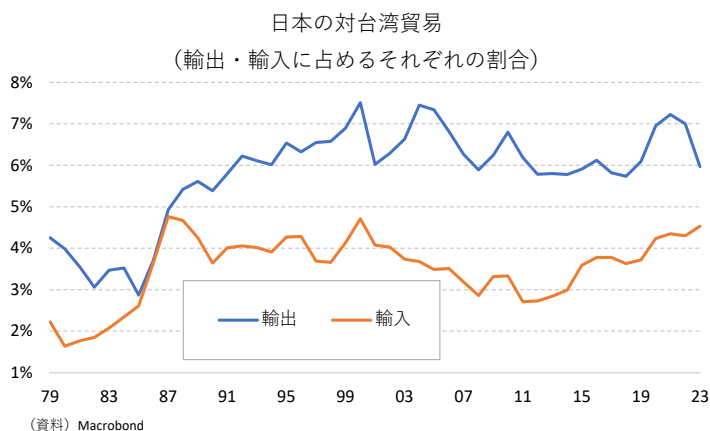
台湾有事で貿易赤字は拡大へ

しかし、日本にとって最も現実的な地政学リスクの1つである台湾有事は実現すれば相応に負荷の大きい話であり、「演習だからスルーでOK」は楽観的過ぎるようにも思える。仮に台湾が中国によって封鎖され、日台貿易が途絶した場合、何が起きるか。この点は各所で詳細な試算が展開されているが、例え

ば 2023 年の日本の世界向け輸出のうち、台湾向けは約 6 兆円で全体の約 6.0% を占めていた。単純計算だが、台湾向け輸出が失われた場合、2023 年の日本の名目 GDP (約 592 兆円) に関し、約 1% 程度の押し下げが発生することになる。

もちろん、話はもっと複雑である。図示するように、輸出はともかく輸入は過去 10 年余りではっきりと台湾への依存度が高まっている。

日本の世界向け輸入の約 4.5% が台湾で名目 GDP 比では約 0.8% に相当する。近年の増勢は言うまでもなく半導体輸入が増えている結果だ。日本の半導体等電子部品の輸入の約半分以上が台湾に依存している事実は比較的良好に知られており、当該需要は今後も継続するとの見通しが濃厚である。仮に、台湾からの半導体輸入が



途絶し、それが日本製品に代替されるのであれば日本経済にとってプラスではある。しかし、台湾からでなければ調達できない高性能半導体の存在も良く知られている。だとすると、台湾からの輸入停止はそのまま各種産業におけるサプライチェーンの混乱として実体経済を直撃することになる。半導体供給の不足が様々な財に影響することはパンデミックで周知された通りであり、自動車やスマートフォン、パソコン、カメラ、エアコン、などあらゆる日常生活の手足を縛ることになる。その影響の甚大さを認知しているからこそ、TSMC は日本では熊本県、米国ではアリゾナ州に拠点の分散化を図っている。

細かな経済効果の分析は今回脇に置くが、今や稀少な貿易黒字項目となっている自動車の輸出にも影響が予見される以上、台湾向けにとどまらず、日本から世界向けの輸出全体が押し下げられる可能性は高いし、これに伴う国内の生産活動縮小は日本経済の重しとなる¹。一方で、日本の輸入に目をやれば、台湾との取引が消滅する以外に際立った構造変化が想定されず、引き続き鉱物性燃料主導で高止まりする展開が予想される。結果、台湾有事は日本の貿易赤字を拡大させる材料に思える。

やはり起きなかった「リスクオフの円買い」

なお、近年では日常と化しているため話題にすらなっていないが、今回の一報を受けて「リスクオフの円買い」はやはり発生しなかった。巨額の貿易収支黒字を失い、対外純資産残高の半分が直接投資で構成される日本において「有事は通貨売り」と素直に考えて差し支えない。この点は過去の本欄で執拗に取り扱ってきたテーマゆえ、詳述はしない。客観的に考えても、台湾有事で貿易赤字が拡大するという未来はある程度予見できそうなことを踏まえると、逆に円安が進んでも良い話であり、今回の軍事演習後にドル/円相場が 150 円に接近したことはその点からは頷ける。過去を振り返れば、北朝鮮が日本へ向けて飛翔体を発射するという行為も円高材料と捉えられていた時代があったが、今や何の反応も示さなくなっている。台湾有事であれ、北朝鮮の飛翔体であれ、日本経済に甚大なダメージを与え得る行為は今後、真っ当な円売り材料として解釈されるだろう。周辺有事が勃発する可能性は予測期間中の円安リスクとして常に留意しておきたいリスク材料である。

¹ 戸堂康之・早稲田大学教授の試算によれば、中国から輸入する全ての中間財の 80% が 2 か月にわたって途絶した場合、日本全体の生産金額が約 53 兆円ダウンするという。日経ビジネス「台湾有事で自動車生産停止！？中国に対する不可欠性は韓国に劣後」2023 年 2 月 1 日

◆ ユーロ相場の見通し～雲行きが怪しくなってきたユーロ圏の経済・金融情勢～

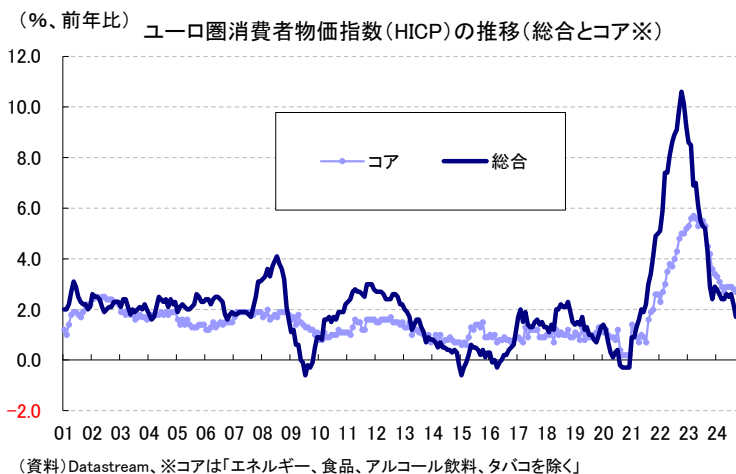
《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～対照性強まるユーロ圏と米国～》

既定路線の利下げ

10月のECB政策理事会は2会合連続

で主要政策金利を▲25bpずつ引き下げることを決定し、市場の注目する預金ファシリティ金利は3.50%から3.25%へ引き下げられている。基礎的経済指標に目をやればユーロ圏9月消費者物価指数（HICP）が3年3か月ぶりに2%を割り込み（図）、製造業PMIを筆頭とする域内景況感がドイツを中心として顕著に悪化が確認される状況にあった。高官発言としてはビルロワドガロー・フランス中銀総裁によるリセ

セッション懸念の再浮上を示唆する発言もあり、10月利下げはほぼ確実される状況にあった。明らかに弱含む域内の経済・金融情勢を踏まえれば、今回の決定は既定路線であったと言える。過去の本欄でも論じたように、既にHICPの動向はECBのスタッフ見通しを下回っているため（7～9月期平均で+2.2%に対し、ECB想定は+2.3%）、今回の利下げに説得力はある。



単なる backward looking では？

会見の争点も域内の経済・金融情勢であった。まず、最初の記者による「今後、複数回にわたる利下げを行うつもりなのか（ECBはギアチェンジしたのか）」という質問に対しラガルドECB総裁は「We have all the available data all heading in the same direction（入手可能なデータはすべて同じ方向に向かっている）」と述べ、何を見ても悪いのだから利下げして当然という現状を説明している。より具体的には「Whether you looked at inflation numbers, headline core, whether you looked at PMI numbers, all categories, composite manufacturing, services, employment – are heading downwards as well（インフレに関しては総合でもコアでも、PMIに関しては総合でも製造業でもサービスでも雇用でも全カテゴリで、一様に下降傾向にある）」と語気を強めて回答している。総じてインフレ抑制よりもリセッション懸念まで浮上する発言であったように思える。

ラガルド総裁は「弱い経済指標に基づいた利下げは従前よりECBが強調してきた data dependent の姿勢を裏付けるもの」という点を強調しており、12月会合に向けても「We are going to continue doing exactly the same thing（私たちはまったく同じことを続けるつもりだ）」と述べている。これは額面通り受け止めれば、その通りだが、若干の違和感も覚えた。というのも、7月時点では「追加利下げはあったとしても12月」という見方が多かった。そうした読みが最近2か月間で発表された経済指標を受けて修正を強いられているのが現状である。これを data dependent と言えはその通りかもしれないが、意地の悪い見方をすれば backward looking になっているだけとも言える。もちろん、（筆者を含め）市場は域内の賃金インフレが再燃するリスクを夏時点では感じていたところ、ECBはしっかりその鎮静化を予見していた。その意味で利下げ路線は forward looking な政策運営の基づいているとも言える。

しかし、果たしてここまで連続的な実体経済の悪化まで読めていたのかどうかは定かではない。そもそも ECB が名目賃金上昇の鎮静化を予見している背景には妥結賃金に伴うラグや一時金の影響が剥落する可能性などがあり、域内経済の大幅減速（ひいてはリセッション）まで織り込んでいたわけではない。現在直面しているユーロ圏経済の失速が全て ECB の想定範囲内ということではない。

インフレ抑制から景気刺激へ？

実際、記者からは「依然としてソフトランディングがメインシナリオなのか」という心配混じりの質問が出ている。その上で同じ記者は「ECB の懸念はインフレから成長懸念に移ったと理解して良いか」とも述べている。筆者も全く同じ印象を抱いている。ラガルド総裁は「何を見ても悪い現状はデイスインフレのプロセスが進行中である」という事実を連呼しているが、デイスインフレのプロセスが行き過ぎれば必然的にリセッションのリスクが浮上する。現在の利下げの目的がインフレ抑制から景気刺激に目的が変わろうとしている雰囲気は今後、多くの市場参加者が感じてくる可能性がある。にわかに浮上するリセッション懸念に対し、ラガルド総裁は「we certainly do not see a recession（決してリセッションの可能性は見えていない）」と一蹴しているが、現状ではそう回答するしかないだろう。

そうは言っても今回の声明文には「The incoming information suggests that economic activity has been somewhat weaker than expected」と明記され、ラガルド総裁自身も 9 月 HICP の減速は「少し驚いた a little bit surprised」と述べている。政策理事会として景気減速が想定以上のものになっていることは間違いないと思われる。ただ、それがリセッションに至ることはないというのが現状の基本認識と見受けられる。いずれにせよ、次回 12 月会合までは 8 週間と通常よりも長めの間隔が設けられている。その分、多くの情報が手に入ることになるため、ラガルド総裁の強調する data dependent のための材料が豊富であることも意味する。12 月時点でもリセッションに対する認識が不変なのかは注目される。

インフレ警戒は一応残っている

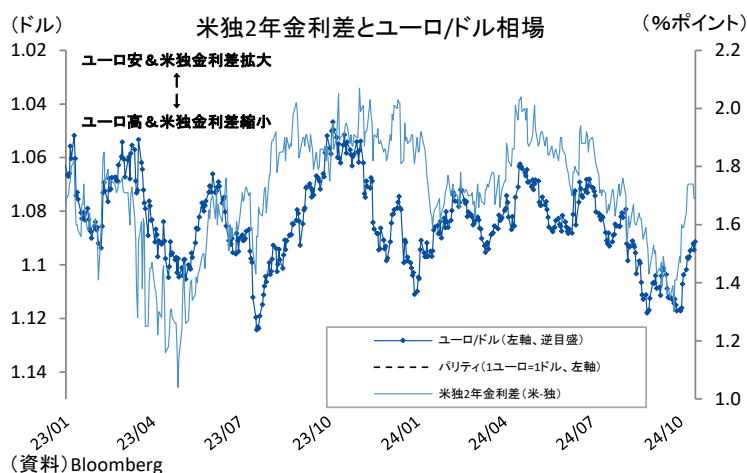
なお、インフレ警戒が無くなったのかと言えば、声明文や会見を見る限り、そうではない。ある記者は「数か月前にインフレの首をへし折る（break the neck of inflation）ことを約束しましたが、もうへし折ったという認識ですか」といった趣旨の質問を投げかけている。これに対しラガルド総裁は「まだです（Have we broken the neck of inflation? Not yet）」と明言している。厳密には「But are we breaking the neck of it? Yes, I think so. It's not broken completely yet, but we're getting there」という表現で言い直しており、結局は「デイスインフレのプロセスが進行中」という意図を言い換えているに過ぎないが、連続利下げの正当性に疑義を残すような言い回しではある。また、声明文のインフレ項目に目をやると「Negotiated wage growth will remain high and volatile for the rest of the year, given the significant role of one-off payments and the staggered nature of wage adjustments（賃金調整は段階的にしか行われないため、妥結賃金の上昇率は年内高止まりし不安定な状態が続く）」と明記されていることから、政策理事会として賃金インフレ懸念の解消を宣言するには至っていないことが分かる。金融市場は ECB の連続利下げをはっきり織り込んでいるが、そうではない展開に対し ECB は一応のヘッジは打っている。

あまりに対照的な欧米景気～1.05 割れはあるか？～

ユーロ相場にとっては明らかに逆風が強まっている。上述したように 12 月政策理事会まで 8 週間もあ

るため、その間に域内の経済・金融情勢が急改善を果たす可能性が無いわけではないが、むしろ現在の失速が鮮明になる展開の方が可能性は高そうではある。

基本的には一足早く発表されているソフトデータ（景況感など）の悪化に追随するようにハードデータ（GDP など）の悪化が明らかになってくるというのが当面予想される展開だろう。メインシナリオとしては年内にあと▲25bp を 1 回、年明け 1～3 月期に▲50bp（▲25bp ×2 回）までは既定路線と考えたい。これに対し FRB は 11 月の 1 回は既定路線としても、12 月以降に関しては全く約束されていない。昨日発表された米 9 月

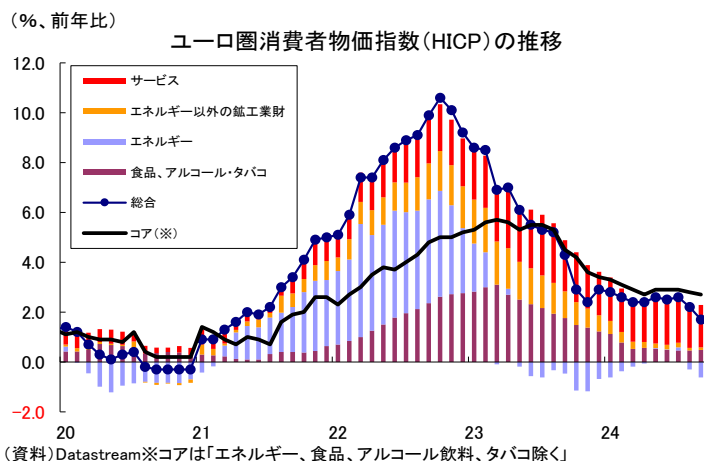


小売売上高が市場予想を上回ったことが注目されているが、仮に米 10 月雇用統計（11 月 1 日発表）が強含んだ場合、11 月利下げすら本格的に怪しくなるだろう。今後の経済・金融情勢に関し、リセッションシナリオへの回帰が争点化しているユーロ圏と、リセッション回避（ノーランディング）シナリオが争点化している米国の対照性はここにきて際立っており、それはそのまま欧米金利差、ひいてはユーロ/ドル相場の水準に反映されやすい（図）。今後 1 年間で 1.05 割れを臨む展開があるかどうか注目したい

《ユーロ圏経済とユーロ相場の現状と展望～暗雲垂れ込める域内経済～》

域内インフレ率、遂に 2% 割れ

物価情勢を詳しく見ておくと、ユーロ圏 9 月消費者物価指数（HICP）は 2021 年 6 月以来、実に 3 年 3 か月ぶりの 2% 割れとなったことが大きく報じられており、明らかに域内の経済・金融情勢の失速感はある（図）。主にエネルギーが前年比▲3.0%から同▲6.1%へ下げが加速したことに起因しているが、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も同+2.8%から同+2.7%へ減速している。こうした動きは利下げ路線を歩む ECB にとって朗報と言



えるだろう。懸案のサービスは同+4.1%から同+3.9%へ高止まりしつつも減速しており、前月に囁かれていた雇用・賃金市場の加速は一旦、懸念が和らいでいる。

9 月に改訂された ECB スタッフ見通し（次頁図）を見ても、9 月 HICP の動きはベースシナリオを下回るものであり、この点は 10 月 7 日にビルロッドガロー・フランス中銀総裁がイタリア紙とのインタビューで「過去 2 年間、われわれの主なリスクは 2% 目標をオーバーシュートすることだったが、今われわれは低成長と過度に長期にわたる景気抑制的な金融政策により、目標をアンダーシュートすると

いう反対側のリスクにも注意を払わなければならない」と述べていた内容と符合する。HICP の動きを 1 つ取ってみても域内の経済・金融情勢が失速している可能性は鮮明であり、後述するように ECB の追加利下げを正当化する環境は確認可能だ。

ECBのスタッフ見通し(2024年9月)

(%)

	2023	2024	2025	2026
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2024年6月)	5.4	2.5	2.2	1.9
コアHICP (前回:2024年6月)	4.9	2.9	2.3	2.0
実質GDP (前回:2024年6月)	0.5	0.8	1.3	1.5
	0.6	0.9	1.4	1.6

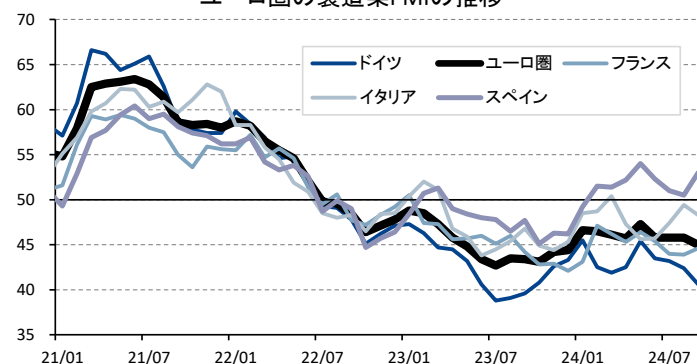
(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2024-26年にかけて1.09~1.10。

※コアはエネルギー・食品を除く

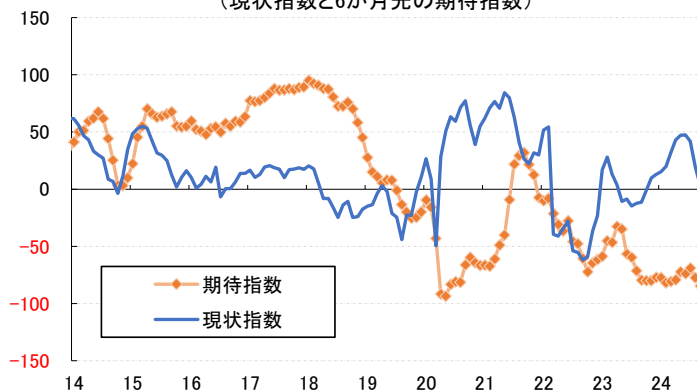
景況感から察するリセッション懸念

ビルロワドガロー総裁の述べる「反対側のリスク」は、要すればリセッションに伴うデシインフレのリスクとも読み替えられる。この点は域内企業の景況感からも窺い知れる。ユーロ圏 9 月製造業購買担当者景気指数 (PMI、改定値) は 45.0 と 8 月の 45.8 から▲0.8 ポイントも低下し年初来最低を記録している (右図・上)。生産指数を中心とする製造業 PMI の失速を受けて、域内経済の停滞を予想する声は強い。製造業 PMI の失速を国別に見ると、特に VW 社の国内工場閉鎖が話題となっているドイツでは雇用判断を中心に一段の悪化が見られており、元々相対的には低空飛行を強いられていた同国製造業の景況感が抑制されている様子が窺える。より市場で注目度の高い独 ZEW 景気期待指数などを見ても、ドイツの悲惨な情勢は毎月クローズアップされており 8 月分 (8 月 13 日発表) は過去 2 年で最大で落ち込み、9 月分 (9 月 17 日発表) は予想以上の落ち込みが目立っている (図・下)。ZEW はアナリストを含む市場関係者などにアンケート調査を行った結果だが、Ifo 企業景況感指数のように企業の景況感でも悪化は慢性的なものになりつつある。

ユーロ圏の製造業PMIの推移



(資料) Bloomberg, Markit

ZEW景況感指数
(現状指数と6か月先の期待指数)

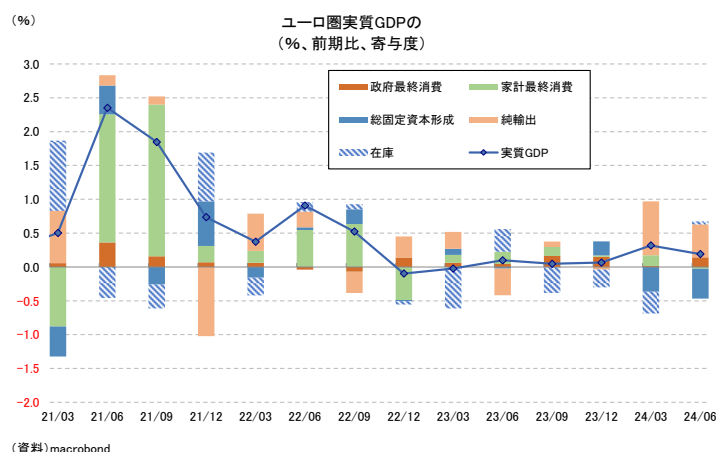
(資料) macrobond

政策の不透明感はむしろ後退

2024 年に入ってから域内成長率が復調傾向にあった背景にはインフレピークアウトによる実質所得環境の改善とパリ五輪特需を受けたインバウンド需要 (サービス輸出) の増加などが寄与していたと考えられる。実際、直近 2 四半期の成長を支えていたのは純輸出である (次頁図)。現状はその剥落に加えて財政・金融政策の引き締め効果が域内に浸透しつつあるというのが現状なのだろう。過去 2 年間で大幅に利上げを行った金融政策、2024 年に入り運用が再開された安定・成長協定の下での財政政策が民間

部門の消費・投資意欲を圧迫していると考えられる。本来、賃金上昇が落ち着く中で企業収益の圧迫も収まり、家計部門の勢いが取り戻されるかと思いきや、成長のエンジンであるべきドイツがエネルギーコストの高止まりを受けて浮揚できていないことで域内全体の足取りを重くしていそうである。インフレピークアウトとパリ五輪という 2 つの追い風が去ろうとしている中、2022～2023 年の域内を覆ってきた慢性的なリセッション不安が再び顔を出そうとし

ている。もっとも、利上げと利下げの狭間で葛藤を強いられる「不況下の物価高（スタグフレーション）」と比べれば、域内全体が押し下げられるような状況の方が政策運営の難易度は低い。ECB として採るべき選択肢がクリアになった（利下げの迷いなくなる）分、不透明感は後退したとも考えられる。



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。