

みずほマーケット・トピック(2023 年 6 月 16 日)

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: ECB 政策理事会を終えて～we're not at destination～	

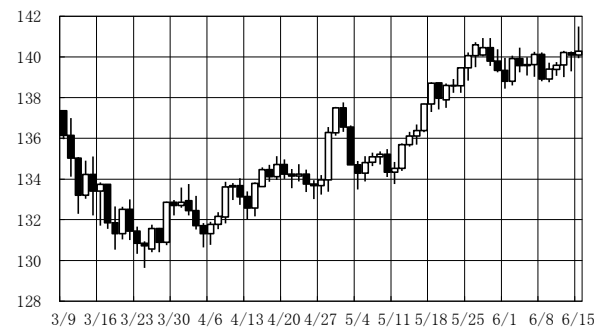
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、日米金融政策の方向感が意識され年初来高値を更新。週初12日、139.37円でオープンしたドル/円は、日本株の堅調推移を受け139円台後半へじり高推移。海外時間は、米金利低下につれ139円台前半に反落も、軟調な米国債入札を受け米金利が上昇に転じ、139円台後半を回復した。13日、ドル/円は材料難の中、139円台半ばでレンジ推移。海外時間は、米5月消費者物価指数(CPI)の鈍化を受け、米金利低下につれ一時週安値となる139.01円に下落。その後、7月FOMC以降の利上げ継続を示唆する報道で、140円台前半に反転上昇。14日、ドル/円は米金利低下を受け140円付近へ下落。海外時間は、米5月生産者物価指数(PPI)の鈍化を受け139円台前半まで下押した。FOMCでは政策金利の据え置きを決定も、ドットチャートの内容から利上げ再開が意識され、140円台前半へほぼ往って来い。15日、ドル/円は米金利上昇を受け141円台前半へじり高推移。海外時間は、米金利続伸を背景に年初来高値となる141.50円まで上値を伸ばした。その後は軟調な米経済指標を受け米金利が低下に転じたこともあり、140円台前半に値を戻した。本日のドル/円は、日銀の政策決定公表を控え、140円を挟み神経質な取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、米独金利差縮小を受け上昇した。週初12日、1.0746でオープンしたユーロ/ドルは、材料に欠ける中、1.07台半ばから後半でレンジ推移した。13日、ユーロ/ドルは、独6月ZEW景気期待指数の良好な結果や、米5月CPIの鈍化を受けた米独金利差縮小を背景に一時1.08台を回復した。14日、ユーロ/ドルは米金利がじり高推移する中、1.08を割り込んで推移も、米5月PPIの弱い結果に米金利は低下、1.08台後半に反転上昇した。FOMC直後には米金利上昇に合わせ、1.08台前半に下落した。15日、ユーロ/ドルはECB政策理事会における+25bpの利上げや、ラガルドECB総裁による追加利上げを強く示唆するタカ派な発言に加え、弱い米経済指標を受け米独金利差は大きく縮小、一時1か月ぶりの高値となる1.0952に急伸した。本日のユーロ/ドルは、引き続き前日の高値付近での取引となっている。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		6/9(Fri)	6/12(Mon)	6/13(Tue)	6/14(Wed)	6/15(Thu)	
ドル/円	東京9:00	138.90	139.37	139.47	140.15	139.96	
	High	139.72	139.76	140.31	140.28	141.50	
	Low	138.77	139.08	139.01	139.29	139.95	
	NY 17:00	139.34	139.62	140.24	140.11	140.30	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0782	1.0746	1.0763	1.0790	1.0843	
	High	1.0786	1.0790	1.0823	1.0865	1.0952	
	Low	1.0743	1.0734	1.0757	1.0774	1.0804	
	NY 17:00	1.0750	1.0757	1.0793	1.0832	1.0946	
ユーロ/円	東京9:00	149.74	149.82	150.08	151.20	151.78	
	High	150.43	150.34	151.37	151.78	153.68	
	Low	149.68	149.71	150.08	150.94	151.69	
	NY 17:00	149.81	150.16	151.28	151.75	153.60	
日経平均株価		32,265.17	32,434.00	33,018.65	33,502.42	33,485.49	
TOPIX		2,224.32	2,238.77	2,264.79	2,294.53	2,293.97	
NYダウ工業株30種平均		33,876.78	34,066.33	34,212.12	33,979.33	34,408.06	
NASDAQ		13,259.14	13,461.92	13,573.32	13,626.48	13,782.82	
日本10年債		0.43%	0.43%	0.42%	0.43%	0.42%	
米国10年債		3.74%	3.74%	3.82%	3.79%	3.72%	
原油価格(WTI)		70.17	67.12	69.42	68.27	70.62	
金(NY)		1,977.20	1,969.70	1,958.60	1,968.90	1,970.70	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、本日 16 日(金)に 6 月シシガン大学消費者マインド(速報)が公表される。前回 5 月の結果(確報)は 59.2 と速報値の 57.7 から上方修正も、4 月の 63.5 からは低下した。現況指数、期待指数いずれも低下しており、引き続き高水準の政策金利や物価高が消費者心理の重しになっていると推察される。片や、1 年先の期待インフレ率は+4.2%と 4 月の+4.6%からは低下も、依然高水準での推移を続けている。他方、5～10 年先に関しては+3.1%と 4 月の+3.0%から上昇、22 年 6 月以来の水準となった。公表元のコメントによれば、米債務上限問題に対する警戒感の高まりが消費者マインドを大きく圧迫した旨が示唆されており、これが解決した 6 月においてはマインドが改善する公算が大きい。なお、ブルームバーグの事前予想では、6 月の結果(速報)に関し、消費者マインドを 60.0、1 年先の期待インフレ率を+4.1%と見込んでいる。
 - 本邦では本日、日銀金融政策決定会合、その後に植田日銀総裁会見を控える。前回 4 月会合では、イールドカーブコントロール(YCC)を軸とした大規模金融緩和と政策の現状維持を決定した。植田総裁は 5 月末の参院財政金融委員会にて、「持続的、安定的な+2%の物価上昇の達成にはまだ間がある」と粘り強く金融緩和を続ける考えを示しており、今回も現状維持が濃厚だ。7 月以降の政策変更の可能性について、「次の一手」として有力視される YCC の修正は円安抑止策として当面その枠組みが温存されると予想される。行き過ぎた円安がない限りは、欧米で利下げ可能性の議論が浮上してくるであろう 10～12 月期後半もしくは年明け 1～3 月期まで YCC は維持されるというのが基本線だ。もっとも、日本の物価は上がっており、植田総裁が重視するインフレ基調も上向いている。現時点では欧米並みのインフレ率の実現しており、フォワードルッキングに日銀が動く理由はある。かかる中、四半期に一度日銀が公表する展望レポートにて物価見通しの引き上げが実施されるタイミングで YCC の修正・撤廃を決定することも考えられるだろう。
- また、23 日(金)には 5 月全国消費者物価指数(CPI)が公表予定となっている。コア CPI(生鮮食品除く)に関し、前回 4 月の結果は+3.4%(前年比、以下同様)と 3 月の+3.1%から伸びが拡大した。エネルギー価格は政府の支援策もあり下落しているが、食料(酒類を除く)およびエネルギーを除いたコアコア CPI は+4.1%と約 42 年ぶりに+4%台を記録したほか、生鮮食品を除く食料の価格は約 47 年ぶりに+9%台をつけた。多くの品目で輸入物価の高まりによるコストの消費者転嫁が行われていることが推察される。なお、ブルームバーグの事前予想では、5 月の結果を総合ベースでは+3.2%、コアベースでは+3.1%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
6 月 16 日(金)	・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏 5 月消費者物価指数(確報) ・ユーロ圏 1～3 月期労働コスト ・米 6 月シシガン大学消費者マインド(速報)
19 日(月)	—————	・米 6 月 NAHB 住宅市場指数
20 日(火)	・4 月鉱工業生産(確報) ・4 月設備稼働率 ・5 月工作機械受注(確報)	・独 5 月生産者物価指数 ・ユーロ圏 4 月 ECB 経常収支 ・米 5 月建設許可件数 ・米 5 月住宅着工件数
21 日(水)	・日銀金融政策決定会合議事要旨(4 月会合分)	・米パウエル FRB 議長下院議会証言
22 日(木)	—————	・ユーロ圏 6 月消費者信頼感(速報) ・米パウエル FRB 議長上院議会証言 ・米 5 月中古住宅販売件数
23 日(金)	・5 月消費者物価指数 ・6 月製造業/サービス業 PMI(速報)	・ユーロ圏 6 月製造業/サービス業 PMI(速報) ・米 6 月製造業/サービス業 PMI(速報)

【当面の主要行事日程(2023 年 7 月～)】

FOMC (7 月 25～26 日、9 月 19～20 日、10 月 31 日～11 月 1 日)

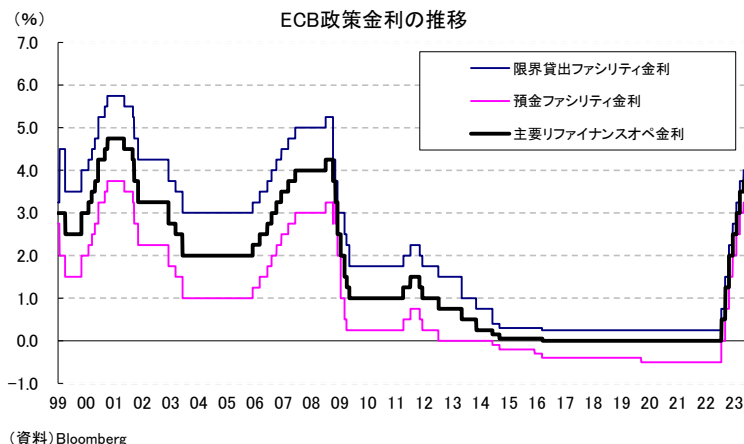
ECB 政策理事会 (7 月 27 日、9 月 14 日、10 月 26 日)

日銀金融政策決定会合 (7 月 27～28 日、9 月 21～22 日、10 月 30～31 日)

3. ECB 政策理事会を終えて～we're not at destination～

リセッションでも史上最速の利上げ

6月15日に開催されたECB政策理事会は8会合連続の利上げを決定し、預金ファシリティ金利を筆頭とする主要政策金利をそれぞれ+25bpずつ引き上げた(図)。2022年7月の利上げ開始から利上げ幅は+400bpに達しており、ECB史上最速の引き上げペースが続いている。既報の通り、ユーロ圏実質GDPは昨年10～12月期および今年1～3月期で前期比▲0.1%と軽微なテクニカル・リセッションに陥っており、消費者



物価指数(HICP)もはっきりとピークアウトが見られているが、利上げ路線に支障なしというのがECBの変わらぬ立場である。ラガルドECB総裁は最初の記者からの質問に対し「it is very likely the case that we will continue to increase rates in July, which probably doesn't come as a big surprise to you」と断言しており、7月の+25bp利上げを予告している。さらにラガルド総裁は同じ回答の中で「we're not at destination」と引き締め路線がまだ途上にあるかのようなニュアンスも示唆しており、市場の一部が期待する「7月でECBの利上げは終了」という展開が適切なのか。疑義は残る。

昨日のFOMCと同様、改定されたスタッフ見通しでは特にコアベースのインフレ率について上方修正が目立っており(図)、2023～25年にかけて「+5.1%→+3.0%→+2.3%」と前回対比でそれぞれ+0.5%ポイント、+0.5%ポイント、+0.1%ポイントの引き上げが行われている。予測可能性が高い直近のインフレ基調について大幅に引き上げられている以上、

ECBのスタッフ見通し(2023年6月)

(%)

	2023	2024	2025
消費者物価上昇率(HICP)	5.4	3	2.2
(前回:2023年3月)	5.3	2.9	2.1
コアHICP	5.1	3	2.3
(前回:2023年3月)	4.6	2.5	2.2
実質GDP	0.9	1.5	1.6
(前回:2023年3月)	1	1.6	1.6

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2023年が1.08、2024-25年が1.09。

※コアはエネルギー・食品を除く

ECBが従前の主張を変えるのは困難と

言える。声明文を見ればエネルギー価格、食料価格そしてサービス価格なども下落する中でコアHICPも落ち着きを見せつつあることに言及があるものの、依然として+5%台で推移している事実もあり、「Indicators of underlying price pressures remain strong」と伸び幅の大きさ自体が問題視されている。

疑いが強まる「賃金・物価スパイラル(wage-price spiral)」

当然、会見ではコアHICPの予測値引き上げに関連した質問が散発した。この点、ラガルド総裁は、今回の会合では労働市場の分析に時間が費やされたことを明らかにしており、今や物価上昇の主役がかつてのエネルギー、食料から賃金にシフトしている事実が明言されている。ラガルド総裁は「To oversimplify: energy played a significant role, then food kicked in, and energy is now fading, has

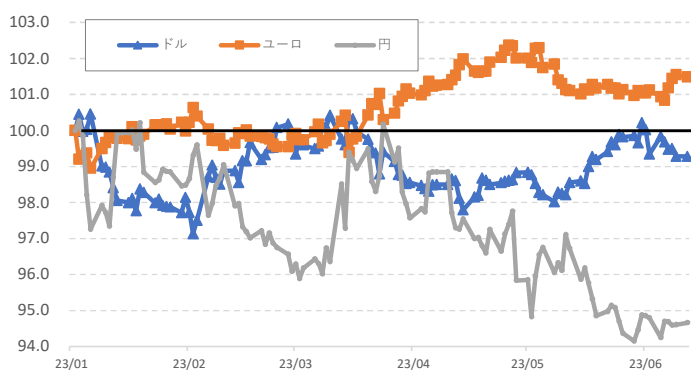
moved now in May and is in slightly negative territory. But labour, and wages in particular, is playing a significant role as a driver of inflation」と物価上昇の背景を整理して見せている。ここまではっきり物価上昇のドライバーとして名目賃金上昇が認知されている以上、毎回のように争点になる「賃金・物価スパイラル (wage-price spiral)」が遂に発生しているのかは必然的に関心事項になる。実際、「賃金上昇で物価が押し上げられているのならば、二次的波及効果が発生しているということではないか」と質す記者も現れている。この点、ラガルド総裁は ECB の分析では単位労働コスト (ULC) の上昇が足許の物価上昇に寄与しているものの、それは労働組合の協約賃金 (妥結賃金) とは異なるものであり、後者の動きを見る限り、まだスパイラル的な物価上昇とは判断できないと反論している。中央銀行として絶対に回避すべきはインフレに対して企業の値上げと労働者の賃上げ要求が報復合戦 (the tit-for-tat) のように繰り返される状況であり、そこまでは至っていないというのが ECB の弁である。確かに、妥結賃金も+4%を超える大きな伸び幅を維持しているが、これは従前のコスト上昇を反映した 1 回限り (one-off payments) の現象というのが ECB の現状認識と見受けられる。この正否は現時点では確認しづらい。

中銀姿勢を反映する G3 通貨の強弱関係

なお、記者会見では案の定、FRB の利上げ停止になぞらえて ECB もその検討を始めないのかといった趣旨の質問が見られた。最初の記者も「FRB を真似しろとは言わないが、利上げ停止を検討する理由を考えているのか」といった質問を投げかけている。この質問に対する回答が冒頭で紹介した+25bp の利上げ予告や「we're not at destination」というフレーズであり、要するに「ECB は ECB のデータを見て判断する。まだまだやることはある」という当たり障りない発言に繋がってくる。しかし、恐らく昨春に始まった世界的な利上げ局面において、FRB と ECB の距離感が最も広がっているのが現状と思われる。分かりやすい材料を好む為替市場においてユーロ全面高が進んでいるのは必然の帰結だろう。2022 年 3 月に利上げを始めた FRB に対し、ECB は 2022 年 7 月に利上げを着手しており、そもそもワntenポ遅れている。そのため「ECB の利上げの方が持続している」という評価は本来適切ではないが、事実として雇用・賃金情勢に米国ほどの弱まりが確認されていないため、「夏場を越えても利上げをするかもしれない ECB」は為替市場において分かりやすいユーロ買い材料として受け止められ続けるだろう。

右図に示すように、現在の為替相場では「ユーロ > ドル > 円」の強弱関係にあるが、これは利上げ継続の ECB、利上げ停止の FRB、緩和続行の日銀という中央銀行の姿勢をそのまま反映している。2022 年は内外金利差拡大と円安の関係性を説く論陣が目立ったものの、過去の本欄や『中期為替相場見通し』では「本当に内外金利差に円売りに寄与してくるとすればボラティリティも落ち着いてキャリー取引がやりやすくなる 2023 年」という主張を展開してきた。こうした G3 通貨の強弱関係、言い換

(23年1月1日=100) ドル、円、ユーロの名目実効為替相場



(資料) macrobond

えれば円全面安の構図は FRB や ECB が共にはっきりハト派色を強める今年 10~12 月期に入るまで続く公算が大きいと筆者は考えている。10~12 月期に入れば、ようやく円から見た内外金利差の顕著な縮

小も予想され、円安にも修正は入りやすいだろう（それでも需給環境が根本的に円売り超過である以上、かつての円高水準を取り戻すのは難しいと思われる）。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の資金・物価情勢～資金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがらる財・サービス」は「高値の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版