

みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 28 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～急速に薄らいだタカ派色～	

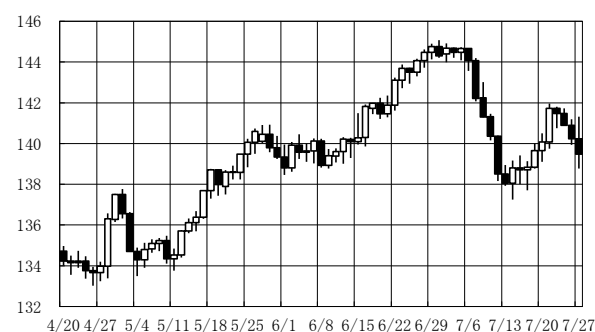
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、日銀の政策修正観測を受け、週後半に急落した。週初24日、141.78円でオープンしたドル/円は、141円台半ばでじり安推移。海外時間は、米7月非製造業PMI(速報)の弱い結果につれ140円台後半に続落も、米金利上昇を受け141円台半ばに値を戻した。25日、ドル/円は141円台半ばでレンジ推移。海外時間は、翌日のFOMCの政策決定を待つ展開となり、米金利が低下する中、141円付近に下落した。26日、ドル/円は米金利続落を背景に140円台後半に続落。海外時間は、FOMCは予想通り+25bpの利上げを実施も、その後のパウエルFRB議長会見で追加利上げの強い示唆がなかったことが材料視され、米金利動向に合わせ一時140円を割り込んだ。27日、ドル/円は米金利低下を横目に140円を挟み、じり安推移。海外時間は、米4～6月期GDP(速報)の堅調な結果を受け、米金利上昇につれ141円台前半に反転上昇。もっとも、「日銀がイールドカーブコントロール(YCC)の修正案を議論へ」との報道が出ると、政策修正期待から円買い相場となり、一時138.77円に反落した。本日のドル/円は、日銀会合の結果公表を控え、週安値を更新しながらの取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、米独金利差拡大を受け週後半に急落。週初24日、1.1125でオープンしたユーロ/ドルは、ユーロ圏7月製造業/非製造業PMI(速報)の弱い結果を受け、独金利低下につれ1.10台後半に下落した。25日、ユーロ/ドルは、独7月IFO企業景況感指数やユーロ圏4～6月期銀行貸出調査の軟調な結果が材料視され、独金利低下に合わせ一時1.10台前半に続落した。24日、ユーロ/ドルは独金利が上昇する中、パウエル議長会見後のドル売りも相まって、一時1.11台を回復した。27日、ユーロ/ドルは独金利上昇を受け一時週高値となる1.1149に上昇。ECB政策理事会は+25bpの利上げを実施も、ラガルドECB総裁は追加利上げに関し強い示唆はせず、タカ派懸念後退から独金利が上昇幅を縮小、米金利上昇も相まって一時2週間ぶりの安値となる1.0966に急落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き週安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			
		7/21(Fri)	7/24(Mon)	7/25(Tue)	7/26(Wed)	7/27(Thu)
ドル/円	東京9:00	139.85	141.78	141.54	140.90	140.37
	High	141.95	141.80	141.73	141.18	141.30
	Low	139.75	140.75	140.86	139.94	138.77
	NY 17:00	141.85	141.51	140.97	140.25	139.50
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1133	1.1125	1.1064	1.1052	1.1078
	High	1.1145	1.1146	1.1086	1.1106	1.1149
	Low	1.1108	1.1060	1.1023	1.1038	1.0966
	NY 17:00	1.1124	1.1062	1.1059	1.1086	1.0976
ユーロ/円	東京9:00	155.69	157.65	156.61	155.73	155.48
	High	158.03	157.78	156.84	155.97	156.24
	Low	155.60	156.27	155.68	155.17	152.19
	NY 17:00	157.71	156.57	155.76	155.55	153.14
日経平均株価		32,304.25	32,700.94	32,682.51	32,668.34	32,891.16
TOPIX		2,262.20	2,281.18	2,285.38	2,283.09	2,295.14
NYダウ工業株30種平均		35,227.69	35,411.24	35,438.07	35,520.12	35,282.72
NASDAQ		14,032.81	14,058.87	14,144.56	14,127.28	14,050.11
日本10年債		0.47%	0.45%	0.46%	0.44%	0.44%
米国10年債		3.84%	3.88%	3.89%	3.87%	4.00%
原油価格(WTI)		77.07	78.74	79.63	78.78	80.09
金(NY)		1,966.60	1,962.20	1,963.70	1,970.10	1,945.70

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、8月1日(火)に7月ISM製造業景気指数、3日(木)に非製造業景気指数が発表される。6月の結果は、それぞれ46.0、53.9となった。製造業は5月からは▲0.9ポイント低下し、8か月連続の50割れとなり、市場予想の47.1も下回った。新規受注指数は上昇したが、生産指数、雇用指数などが低下し、全体として製造業の弱さがより顕著に示された格好だ。実際、18対象業種のうち活動拡大を示したのは4業種に限られた。他方、非製造業は5月からは+3.6ポイント上昇し、4か月ぶりの水準に回復した。事業活動指数、新規受注指数などが改善し全体的に良好な内容も、公表元は「回答企業はインフレや将来の経済見通しに関して慎重」ともコメントしており、先行き好調を維持できるかには注意が必要だろう。また、業種別では15業種が活動拡大、3業種が縮小を報告した。なお、7月の結果に関し、ブルームバーグの事前予想ではそれぞれ46.9、53.0と見込んでいる。
- 欧州では、31日(月)にユーロ圏7月消費者物価指数(HICP、速報)が公表予定。6月の結果(確報)は総合ベースで+5.5%(前年比、以下同様)と5月の+6.1%からは大きく伸びが鈍化した。一方、エネルギー、食料品、アルコール、タバコを除いたコアベースでは+5.5%と3か月ぶりに再加速。エネルギー価格下落に伴い総合ベースでは鈍化が鮮明も、賃金上昇圧力の残存がコアベースの粘着性に影響しているのだろう。また、コア指数の騰勢には昨年ドイツで行われた公共交通料金引き下げの反動が寄与しているものと考えられ、この影響は8月にかけて残存する見込みだ。なお、ブルームバーグの事前予想では、7月の結果(速報)に関し、総合ベースで+5.2%、コアベースで+5.3%と見込んでいる。
- 本邦では本日、日銀金融政策決定会合の決定内容公表、植田日銀総裁会見を控える。直近の発言機会において植田総裁は、「(物価目標達成には)まだ距離があるという認識がこれまでであり、粘り強く金融緩和を続けてきた」、「その前提が変わらない限り全体のストーリーは不変」と述べており、金融緩和を継続する姿勢を維持。ただ、27日の海外時間には今回会合においてイールドカーブ・コントロール(YCC)の修正案を議論するとの観測報道が出されており、市場では政策修正を見込む向きが優勢だ。

	本 邦	海 外
7月28日(金)	・6月東京消費者物価指数 ・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏7月消費者信頼感(確報) ・独7月消費者物価指数(速報) ・米4～6月期雇用コスト指数 ・米6月個人所得/支出 ・米6月個人消費支出デフレーター ・米7月ミシガン大学消費者マインド(確報)
31日(月)	・6月小売売上高 ・6月鉱工業生産(速報)	・ユーロ圏4～6月期GDP(速報) ・ユーロ圏7月消費者物価指数(速報)
8月1日(火)	・6月失業率/有効求人倍率 ・7月製造業PMI(確報)	・ユーロ圏7月製造業PMI(確報) ・ユーロ圏6月失業率 ・米7月製造業PMI(確報) ・米6月JOLT求人件数 ・米7月ISM製造業景気指数
2日(水)	・日銀金融政策決定会合議事要旨(6月会合分)	・米7月ADP雇用統計
3日(木)	・7月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏7月非製造業PMI(確報) ・米7月非製造業PMI(確報) ・米7月ISM非製造業景気指数
4日(金)	_____	・独6月製造業受注 ・ユーロ圏6月小売売上高 ・米7月雇用統計

【当面の主要行事日程(2023年8月～)】

ジャクソンホール経済シンポジウム(8月24～26日)
 ECB政策理事会(9月14日、10月26日、12月14日)
 FOMC(9月19～20日、10月31日～11月1日、12月12～13日)
 日銀金融政策決定会合(9月21～22日、10月30～31日、12月18～19日)

3. ECB 政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～

声明文は明らかにハト派的修正

昨日の ECB 政策理事会は史上初となる 9 会合連続の利上げを決定し、預金ファシリティ金利は 3.50% から 3.75% へ引き上げられた。ちなみに政策金利は約 22 年ぶりの高水準となり、過去最高に並んでいる。つまり、次回 9 月以降の利上げは「ECB 史上最高の政策金利」になるかどうかがかかった判断でもある。今回注目されたのは声明文の変化であり、その意味するとことは明らかにハト派的であった：

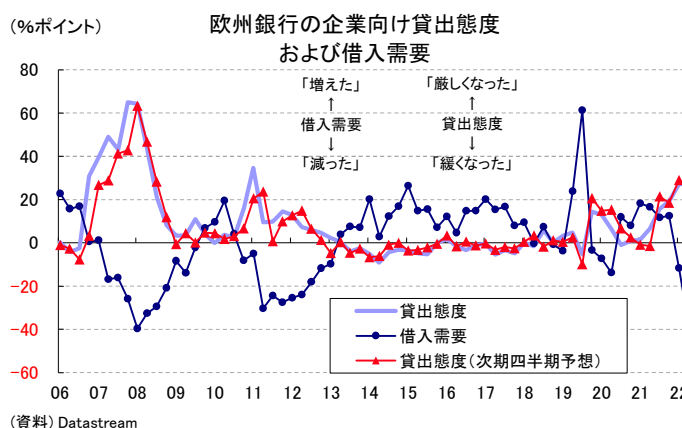
- <今回> Our future decisions will ensure that the key ECB interest rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary
- <前回まで> Our future decisions will ensure that the key ECB interest rates will be brought to levels sufficiently restrictive (中略) for as long as necessary.

前回まで政策金利に関しては「十分に引き締めの水準に引き上げる」とされていたが、今回からは「十分に引き締めの水準に設定する」とされている。連続的な利上げの局面が終わり、これを様子見する局面に入った可能性を感じさせる。実際、会見でもこの点を質す記者は多く、一番目の記者とのやり取りの中でラガルド ECB 総裁はこうした声明文の変化について今後の政策運営と「無関係 (irrelevant)」ではないとしている。もちろん、9 月利上げの有無に関し何ら言質は与えられていないものの、「なすべきことが沢山ある (more ground to cover)」と前回会合で注目された発言も今回は取り下げられている。後述するように、実際問題として域内の雇用・賃金情勢の逼迫は収まっておらず、これだけを見れば利上げ続行は堅いはずだが、米国との決定的な違いとしてユーロ圏は 23 年に入ってから一時マイナス成長に陥るなど実体経済の悪化が鮮明になりつつある。スタグフレーションの色合いを帯び始めており、中銀としては景気・物価のいずれをケアすべきか難渋する局面に差し掛かっているが、ECB は前者にウェイトを置き始めた可能性もある。

引き締め効果を裏付ける貸出態度調査

なお、会見では直近発表された銀行貸出態度調査 (7 月調査、以下 BLS) についても引用が目立った。ある記者からは「貸出態度調査の評価を教えて欲しい。というのも、過去 20 年、借入需要についてこうした動きは見ることが無いからだ。政策理事会内ではどのような議論があり、今日の決定に影響を与えたのか」との質問が見られている。この点、声明文末尾には BLS に関する紙幅が割かれていることから分かるように、現在の

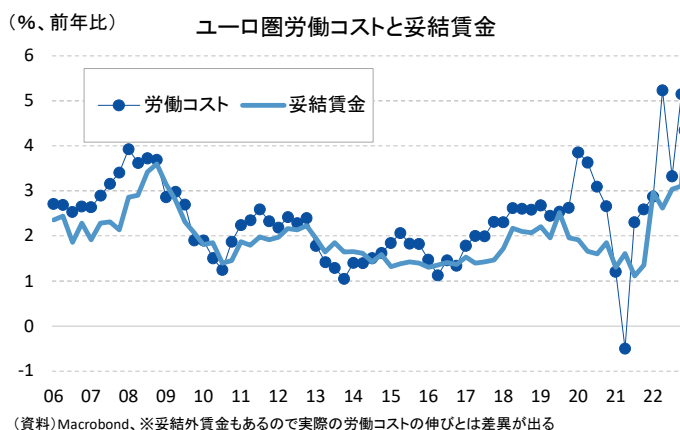
ECB の政策運営においてその結果は小さくない影響を与えたことが推測される。実際、借入需要の急減は金融危機 (2007～08 年) を超えるほど鋭角的なものである。声明文では「高い貸出金利と (家計や企業における) 支出計の切り詰めが借入需要の劇的な減少 (a further sharp drop) に繋がっている」と評



価されており、ラガルド総裁もそれ自体は企図した通りの結果であるような発言を行っている。裏を返せば利上げに一定の効果が確認される中であって、その終着点を探る状況に入っている可能性も感じさせる。もっとも、ラガルド総裁は貸出態度調査の結果に満足感を覗かせる一方、同じ質疑の中で「Are we satisfied? Are we claiming victory? No, we want to go to the end of the game」とも述べ、まだ予断を許さない状況にあることをしっかり強調している。

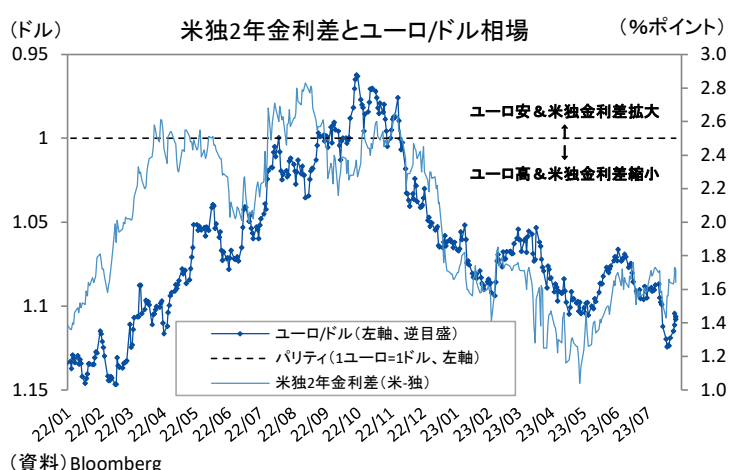
ECBはFRBに並んでしまった可能性

しかし、問題は賃金環境だ。会見では引き続き賃金・物価スパイラルの可能性について質問が見られている。ちなみに6月会合の議事要旨では「賃金交渉が名目賃金に波及するまでのラグや雇用にまつわる長期契約の多さを考慮すると賃金上昇圧力が残存する」との議論があった。事実、労働組合の協約賃金を追うように域内の労働コストは騰勢を強めている(図)。協約賃金は将来の仕上りをイメージするための数字であることから、これが



高止まりする中で当面、域内の労働コストは高止まりが予想される。今回の会見においてラガルド総裁は賃金・物価スパイラルの懸念を否定しているものの、現実問題として賃金は下がりず、サービス物価は高止まりしているため、ECBがハト派傾斜するにあたっての難題と言わざるを得ない。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は下がったと言っても前年比+5%台であり、如何に域内経済へのオーバーキルが囁かれても現時点でECBが言えることは「データ次第」という決まり文句だけだろう。6月政策理事会ではインフレ高止まりを理由として利上げ幅を+50bpとする意見が複数あった。わずか6週間でそのような意見が根絶されたとも考えにくく、9月利上げはまだメインシナリオからは外せない。

かかる状況下、ユーロ/ドル相場をどう見るべきか。「FRBに比較して相対的なタカ派」と評価されてきたECBへの目線が欧米金利差(米国-欧州)の縮小に直結し、それがユーロ/ドル相場の堅調に直結してきた経緯がある。昨日の本欄で確認したようにFRBは連続的な利上げから「断続的な利上げと現状維持」というスタンスにシフトした疑いが強いが、今回の情報発信を見る限りECBも似たようなスタンスに寄せてきた疑いがある。「9月利上げを既定路線とし、



それ以降の利上げ可能性も低くない」という従前の想定からすると大きな変化である。仮にECBの利上げが止まってしまえば、絶対金利水準の低いユーロは劣勢を強いられる可能性は高まる。IMM通貨先物取引におけるユーロ買いも依然として大きいことを踏まえると、当面のユーロ/ドル相場は調整を強いら

れる可能性が高まったと言わざるを得ない。

共に年内残す会合はあと 3 回だが、本欄では利上げ回数に関し、FRB は 1～2 回、ECB は 2～3 回といった立ち位置を予想し、ユーロ/ドル相場に 1.15 程度までの上値余地があると考えてきた。しかし、実際は共に 1～2 回程度の利上げしか期待できないとしたら、1.15 までの上昇は相当厳しくなってきたという印象もある。要検討の末、週明けの『中期為替相場見通し』で予想レンジの修正を図りたい。

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。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
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～遅か遅の年内利下げ～
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	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、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	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「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	年初来初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/円相場見直しへの影響
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