

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 15 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～「利上げ→利下げ」の考え方～	

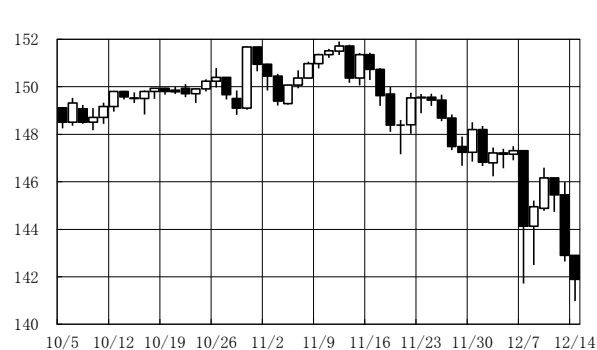
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、ハト派なFOMCの情報発信を受け、一時141円を割り込んだ。週初11日、144.95円でオープンしたドル/円は、日本株の堅調推移を受け、145円台後半へ上昇。海外時間は、日銀のマイナス金利解除に関し、12月会合での実施を否定する観測報道がなされると、円売りが加速し146円台半ばに続伸した。12日、ドル/円は米金利低下を背景に145円台前半に下落。海外時間は、米11月消費者物価指数(CPI)の公表直後は大きく上下も、米金利上昇を受け145円台半ばで底堅く推移した。13日、ドル/円はドル買い相場の中、145円台後半へじり高。海外時間は、注目されたFOMCで、ドットチャートやスタッフ経済見通しに加え、パウエルFRB議長会見が総じてハト派な結果となり、米金利低下につれる格好で143円を割り込んだ。14日、ドル/円は米金利低下や本邦国債入札の軟調な結果を受けた円金利上昇を背景に、一時4か月半ぶりの安値となる140.95円に続落。海外時間は、米金利は低下基調だったが、円買い相場が一段ずる中、141円台前半から142円台前半で底堅く推移した。本日のドル/円は、円売り地合いの中、142円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、米欧中銀会合の対照的な結果を受け、一時1.10台に乗せた。週初11日、1.0766でオープンしたユーロ/ドルは、材料難の中、1.07台半ばから後半でレンジ推移。12日、ユーロ/ドルは独12月ZEW景気期待指数の強い結果が好感され1.08に乗せるも、その後は米金利の動向に振らされる展開の中、結局1.08を割り込んで引けた。13日、ユーロ/ドルはハト派な結果となったFOMCを受けた米金利大幅低下を背景に、一時1.09手前まで上昇した。14日、ユーロ/ドルは、ECB政策理事会における、ラガルドECB総裁の「利下げは議論せず」との発言や、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の保有債券縮小計画の公表などを受け、独金利が上昇する流れに合わせ、一時2週間ぶりの高値となる1.1009に上昇した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.09台後半での取引となっている。

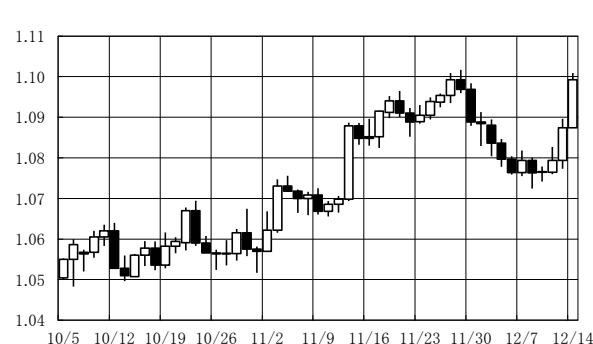
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		12/8(Fri)	12/11(Mon)	12/12(Tue)	12/13(Wed)	12/14(Thu)
ドル/円	東京9:00	144.25	144.95	146.05	145.29	142.80
	High	145.22	146.58	146.18	146.00	142.92
	Low	142.50	144.80	144.75	142.64	140.95
	NY 17:00	144.95	146.20	145.47	142.90	141.85
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0791	1.0766	1.0765	1.0799	1.0884
	High	1.0799	1.0779	1.0830	1.0897	1.1009
	Low	1.0724	1.0742	1.0762	1.0774	1.0874
	NY 17:00	1.0761	1.0765	1.0795	1.0875	1.0992
ユーロ/円	東京9:00	155.67	156.22	157.28	156.95	155.38
	High	156.06	157.61	157.28	157.48	156.03
	Low	153.90	155.94	156.56	155.42	153.85
	NY 17:00	156.05	157.29	157.06	155.45	156.04
日経平均株価		32,307.86	32,791.80	32,843.70	32,926.35	32,686.25
TOPIX		2,324.47	2,358.55	2,353.16	2,354.92	2,321.35
NYダウ工業株30種平均		36,247.87	36,404.93	36,577.94	37,090.24	37,248.35
NASDAQ		14,403.97	14,432.49	14,533.40	14,733.96	14,761.56
日本10年債		0.77%	0.77%	0.73%	0.68%	0.67%
米国10年債		4.23%	4.24%	4.21%	4.02%	3.92%
原油価格(WTI)		71.23	71.32	68.61	69.47	71.58
金(NY)		2,014.50	1,993.70	1,993.20	1,997.30	2,044.90

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、22日(金)に11月個人消費支出(PCE)デフレーターが公表される。10月の総合ベースの結果は、+3.0%(前年比、以下同様)と9月の+3.4%および市場予想の+3.1%を下回った。コアベースでは+3.5%と市場予想と一致し、9月の+3.7%から伸びが鈍化した。それぞれ前月比年率で確認すれば、+0.6%、+2.0%と+2.0%目標に適う水準に落ち着いているようだが、トリム平均(+2.7%)などの基調的物価は依然として高水準であり、物価目標達成を確信できる状況にはない。10月消費者物価指数を含め、利上げ打ち止め路線を支持する結果ではあるが、早期の利下げを正当化するような内容ではなかった。もっとも、12月FOMCにおけるスタッフ経済見通しにおいては、2023～25年のPCEデフレーターの見通しが総合/コアベースいずれも引き下げられており、パウエルFRB議長の「利下げ視野に入り始めている」との発言も相まって、来年の利下げ織り込みは加速傾向にある。なお、ブルームバーグの事前予想では、11月の結果に関し総合ベースで+2.8%、コアベースで+3.4%と見込んでいる。
- 本邦では、18日(月)～19日(火)に日銀金融政策決定会合が開催される。10月会合では、イールドカーブ・コントロール(YCC)政策の再修正を決定した。具体的には、長期金利の「±0.5%程度」を目途とする変動幅を放棄し、新たに上限の目途として1.0%を設けた。なお、1.0%の利回りで毎営業日行う連続指値オペも放棄。植田日銀総裁は会見で、1.5～2.0%の水準への大幅上昇を「今みているということでは全然ない」との見解を示した。投機的な動きで金利が上昇した場合はオペで抑制するとした。米金利が予想外に上昇するなど外圧が強まっていた中、1.0%の国債利回りで無限指値オペを強いられる展開は何としても回避したかったという胸中が透けて見えた。なお、先行きの金融政策に関しては、物価安定目標の実現に向けて「まだちょっと距離がある」とした一方で、「十分な確度をもって見通せる状況にはなお至っていない」「目標達成の見通しが立つまでは、両者(YCCとマイナス金利政策)とも継続」とも語った。足許においては、7日の植田総裁発言などを受け、早期のマイナス金利解除観測が高まる場面もあったが、その後それを否定するような観測報道もあり、沈静化するに至っている。

	本 邦	海 外
12月15日(金)	・12月製造業/非製造業PMI(速報)	・ユーロ圏12月製造業/非製造業PMI(速報) ・ユーロ圏10月貿易収支 ・ユーロ圏7～9月期労働コスト ・米11月鉱工業生産 ・米12月製造業/非製造業PMI(速報)
18日(月)	・日銀金融政策決定会合(19日まで)	・独12月IFO企業景況感指数 ・米12月NAHB住宅市場指数
19日(火)	・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏11月消費者物価指指数(確報) ・米11月建設許可/住宅着工件数
20日(水)	・11月貿易収支 ・7～9月期資金循環統計	・独11月生産者物価指数 ・独1月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏10月ECB経常収支 ・ユーロ圏12月消費者信頼感(速報) ・米7～9月期経常収支 ・米11月中古住宅販売件数 ・米12月コンファレンスボード消費者信頼感
21日(木)	—————	・米7～9月期GDP(確報)
22日(金)	・11月全国消費者物価指数 ・日銀金融政策決定会合議事要旨(10月会合分)	・米11月個人所得/支出 ・米11月個人消費支出デフレーター ・米11月耐久財受注(速報) ・米11月新築住宅販売件数 ・米12月ミシガン大学消費者マインド(確報)

【当面の主要行事日程(2023年12月～)】

日銀金融政策決定会合(12月18～19日、1月22～23日、3月18～19日)
 ECB政策理事会(1月25日、3月7日、4月11日)
 FOMC(1月30～31日、3月19日～3月20日、4月30日～5月1日)

3. ECB 政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～

タカ派貫く ECB、利下げの兆候なし

昨日の ECB 政策理事会は 2 会合連続で政策金利の据え置きを決定した。だが、FRB とは異なり利下げの示唆はなく、従前より注目されてきたパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の再投資停止期限について 2024 年末から 2024 年上半期に前倒しが決定されるなど、総じてタカ派色の強い会合であった。当然、こうした会合を受けてユーロ相場の騰勢が強まっている。総裁会見での質問は案の定、FRB のように利下げ時期を検討しなかったのかという点に集まった。最初の質問では「将来の金利軌道 (the future rate trajectory) に関し、FRB があそこまで姿勢を明示した今、ECB は何を考えているのか」と質す記者が現れた。ラガルド ECB 総裁は従前より提示する政策判断のための 3 基準 (インフレ見通し・インフレ基調・金融政策の波及経路) に照らして決めるものであって、時間をあらかじめ設定するものではないことを強調した (time dependent ではなく data dependent だという説明)。

厳密には、それら 3 基準に照らしてインフレ抑制は明らかに進んでいると判断できるが、現在のスタッフ見通しにおけるインフレ予測は市場の期待する利下げ軌道も織り込んでおり、この点を割り引いて (※見通しに照らしてタカ派的に) 政策を運営する必要があることや、雇用・賃金情勢に裏付けられたインフレ基調は未だ判断がつかないことを理由に「ガードを下げる (lower guard)」べきではないと回答している。2 番目の記者はより端的に利下げ議論の有無を説いているが、ラガルド総裁は「We did not discuss rate cuts at all. No discussion, no debate on this issue」と述べ、利下げの兆候は全く感じられない。

利上げから利下げを「固体・液体・気体」に例えたラガルド総裁

なお、既報の通り、11 月、ラガルド総裁はメディアイベントの席で今後数四半期、政策金利の変化がないと発言して市場では注目されている。こうした考えが変わっていないのかという点も記者からは質問が出た。ラガルド総裁は多くの記者 (および市場参加者) が利上げか利下げの二択しか考えていないことに苦言を呈し、「固体、液体そして気体のようなもので、固体から液体を経ずに気体になることはない。だから今回議論はしていないわけです」と物質の三態を用いて上手く説明を試みている。固体が「利上げ」、液体が「現状維持」、気体が「利下げ」とすれば、固体から液体への変化が進んでいる今、一気に気体の話が出てこないのはと当然という話である。これは言い得ており、先般の FOMC では固体から一気に気体へジャンプするような情報発信が見られ、市場が動揺した。過去の本欄でも論じているように、利上げの「次の一手」として現状維持も立派な選択肢であり、むしろその状態が続くことこそ中央銀行にとって最も穏当な状況と考えられる。ECB は累次の利上げ効果を見極める局面に入っており、最終的な判断を固めるにあたっては 2024 年上半期のデータを確認する必要があるというのがラガルド総裁の弁である。PEPP 再投資一部停止の時期が 2024 年上半期へ前倒しされたことにもそれは垣間見える。

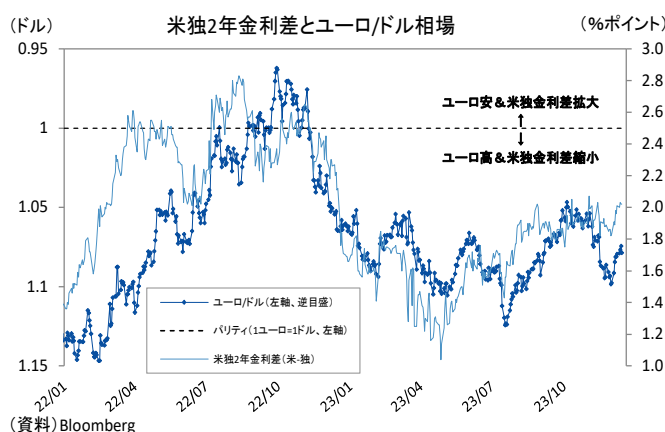
PEPP 償還再投資停止の前倒しと利下げは関係なし

なお、現状維持に関する「数四半期」は少なくとも 2 四半期を指すとすれば、2024 年上半期中は利下げ無しというイメージが抱かれる。繰り返し述べるように、PEPP の償還満額再投資も 2024 年上半期までとなりそうである。2024 年上半期を基準として重要な金融政策判断の分かれ目を置いているのは雇用・賃金関連を筆頭にデータが出揃うためという背景があるが、ある記者からは「PEPP 再投資停止が利下げ

のための必要条件（prerequisite）なのか」という政策判断のシーケンス（時間的順序）にまつわる質問が見られている。PEPP で購入した資産の満額償還再投資は 2024 年 6 月末までに終了し、7 月から 12 月末にかけては月 ▲75 億ユーロずつ満期償還を通じてバランスシートが縮小に向かうことになる。この際、利下げも 7 月以降から始まるという意図なのかという質問だ。結論から言えば、こうした量的引き締め（QT）と利上げの関連性は無く、あくまで単独（on a standalone basis）で決まるとしている。「PEPP 再投資停止をしているから、政策金利についても何か計画しているかもしれない」という発想は誤りであり、あくまで金利は主たる政策ツールであるのに対し、PEPP に関しては二の次（the back burner）だと断言している。現時点で少なくとも言えることは、再投資停止期限が半年間前倒しされたことから ECB のタカ派的意図を汲み取った上で、近々に利下げが到来する可能性はまだ低いということだろう。

24 年は域内の労務コストをウォッチすることが殊更重要に

FRB が明確なハト派に変わった一方、ECB がファイティングポーズを解かない構図が定着したことでユーロ相場は押し上げられている。FRB よりも遅く利上げを始めた以上、利下げについても ECB の方が劣後するのは不思議な話ではないのだが、両者の姿勢格差は明確な欧米金利差縮小を招き、ユーロ/ドル相場もこれに追随する傾向にある。真っ当に考えれば、今後半年間はこの状況が続き、ユーロ/ドル相場の 1.10 台定着を促すように思える。しかし、FRB



がそうであったように、中央銀行の情報発信はある日急激に変わる。物質の三態を例に用いて、そうした急変が無いことを確認したラガルド総裁だが、経済・金融情勢の急変（金融危機や地政学リスクの勃発など）があれば、固体（タカ）・液体（中立）・気体（ハト）のうち、液体の時間が一瞬で終わってしまうという可能性も無いわけではない。今回の会見を見る限り、雇用・賃金関連の計数で今少しの確証が得られれば直ぐにでも姿勢転換するような様子も感じられた。この点で四半期に一度公表される妥結賃金統計や労働コストの動きは重要であるし、合わせて GDP デフレーターや単位労働コストなども大きな判断材料になりそうである。ラガルド総裁も多様な方法（multiple ways）で賃金情勢を推し量る旨を強調している。特に妥結賃金状況は正確に読めるものではなく（だからこそ利上げは長引いた）、「思ったよりも強い」がそのまま利下げ議論の開始に直結する恐れは常にある。金利や為替などの金融指標は元より、マクロ経済全体の労務コストを丁寧に分析することが 24 年の ECB ウォッチを進める上で重要と考えられる。

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。

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12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返しされる23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスのリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
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～構造化変化を直視～
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