

## みずほマーケット・トピック(2024年1月26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～「夏」がキーフレーズ～

### 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、円金利上昇を受け、下落基調で推移した。週初22日、148.12円でオープンしたドル/円は、下に往って来い。海外時間は、米金利動向に振られつつ、148円を挟みレンジ推移となった。23日、ドル/円は日銀金融政策決定会合の現状維持が伝わると148円台後半に上伸も、その後は148円付近に値を戻した。海外時間は、植田日銀総裁会見がマイナス金利解除に向け前向きと解釈されると、147円付近に急落。もともと、その後は円買いの一服や米金利上昇を背景に、一時週高値となる148.70円に反転上昇した。24日、ドル/円は円金利上昇を受け、148円を割り込んだ。海外時間は、米金利低下で一時週安値となる146.65円に続落も、米1月PMI(速報)の強い結果や軟調な米5年債入札を受けた米金利上昇を背景に、147円台半ばに戻した。25日、ドル/円は147円台後半でじり高推移。海外時間は、米新規失業保険申請件数の弱い結果を受けた米金利低下に合わせ147円台前半に下押す場面もあったが、その後は米金利の反発を受け147円台後半に値を戻した。本日のドル/円は、引き続き147円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、独金利の低下を受け、下落した。週初22日、1.0893でオープンしたユーロ/ドルは、材料に欠ける展開の中、1.08台後半を中心にじり安推移となった。23日、ユーロ/ドルは米金利上昇が重しとなる中、一時週安値となる1.0822に下落した。24日、ユーロ/ドルは欧州株式の堅調推移や米金利低下を受け、一時週高値となる1.0932に上昇する場面もあったが、好調な米経済指標を受けた米金利上昇に合わせ、1.09を割り込んだ。25日、ユーロ/ドルはECB政策理事会でラガルドECB総裁が夏の利下げ開始を示唆したことや賃金や基調的インフレ率の低下を認めたことなどから独金利が大きく低下。23日の週安値水準まで下落した。本日のユーロ/ドルは、ユーロの買い戻しを受け、1.08台半ば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			
		1/19(Fri)	1/22(Mon)	1/23(Tue)	1/24(Wed)	1/25(Thu)
ドル/円	東京9:00	148.13	148.12	148.13	148.25	147.59
	High	148.80	148.40	148.70	148.36	147.95
	Low	147.84	147.62	146.99	146.65	147.08
	NY 17:00	148.17	148.14	148.37	147.50	147.65
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0881	1.0893	1.0876	1.0859	1.0880
	High	1.0898	1.0910	1.0916	1.0932	1.0903
	Low	1.0866	1.0880	1.0822	1.0852	1.0822
	NY 17:00	1.0898	1.0882	1.0853	1.0886	1.0846
ユーロ/円	東京9:00	161.17	161.34	161.19	160.95	160.62
	High	161.84	161.56	161.62	161.01	160.89
	Low	160.89	160.81	160.49	160.03	159.70
	NY 17:00	161.47	161.20	161.04	160.64	160.17
日経平均株価	35,963.27	36,546.95	36,517.57	36,226.48	36,236.47	
TOPIX	2,510.03	2,544.92	2,542.07	2,529.22	2,531.92	
NYダウ工業株30種平均	37,863.80	38,001.81	37,905.45	37,806.39	38,049.13	
NASDAQ	15,310.97	15,360.29	15,425.94	15,481.92	15,510.50	
日本10年債	0.67%	0.65%	0.64%	0.72%	0.75%	
米国10年債	4.13%	4.11%	4.13%	4.18%	4.12%	
原油価格(WTI)	73.25	74.76	74.37	75.09	77.36	
金(NY)	2,029.30	2,022.20	2,025.80	2,016.00	2,017.80	

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、30日(火)～31日(水)にFOMCが開催される。12月会合では、FF金利の誘導目標を5.25～5.50%で据え置いた。パウエルFRB議長は「利下げは視野に入り始めており、実社会で話題になっているのは明白」と述べ、利下げ議論を開始したことを認めた。更新されたドットチャートでは、2024年末の政策金利の水準が4.625%(予想中央値)となっており、これに基づけば利下げは3回という計算になる。このような情報発信を受け、市場は今年における6～7回の利下げを織り込んだ。ただ、足許までの高官発言などを確認すると、市場期待を押し返すようなものも多く、実際に市場も利下げ織り込みを後退させている。利下げへの距離感が、最大の注目点となる。なお、FRB高官が量的引き締めのパース減速に言及する機会も出てきており、バランスシート政策に関し情報発信があるかにも注目したい。

その他、2月2日(金)には1月雇用統計が公表予定。12月は、非農業部門雇用者数が+21.6万人(前月比、以下同様)と、11月(+17.3万人)および市場予想(+17.5万人)を上回った。ただし、10月、11月合計で▲7.1万人の下方修正があったことも割り引いて考えるべきだ。部門別では、引き続き民間サービス部門の増勢が目立った。片や、失業率は3.7%と、市場予想の3.8%から改善し、11月から横ばい。加えて、平均時給は+0.4%と市場予想の+0.3%を上回った。一方、労働参加率は62.5%と2月以来の低水準となった。賃金動向を中心に総じて強い結果だが、労働力人口と雇用者数の急減は目を引くものであり、労働市場の緩和化は進行中と考えられる。なお、1月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、非農業部門雇用者数を+18.5万人、失業率を3.7%、平均時給を+0.3%と見込んでいる。
- 欧州では、2月1日(木)にユーロ圏1月消費者物価指数(HICP、速報)が公表予定。12月の結果(確報)は総合ベースで+2.9%(前年比、以下同様)と11月の+2.4%から加速。また、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+3.4%と11月の+3.6%から減速。総合では8か月ぶりの加速だが、エネルギーの低下幅の大幅縮小が主因であり、ECBが予想した通りの動きだ。コアは順調に鈍化しており、基調的なインフレ率はさほど不安な状況ではない。他方、サービス価格は+4.0%と高い伸びであり、物価・賃金の負のスパイラルを見極めるうえで、ECBハト派転換の最後の砦となる。なお、1月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースを+2.8%、コアベース+3.4%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
1月26日(金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>日銀金融政策決定会合議事要旨(12月会合分)</li> <li>1月東京消費者物価指数</li> <li>12月企業向けサービス価格指数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>独2月GfK消費者信頼感</li> <li>米12月個人所得/支出</li> <li>米12月個人消費支出デフレーター</li> </ul>
29日(月)	—	—
30日(火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>12月失業率/有効求人倍率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IMF世界経済見通し(WEO)更新</li> <li>ユーロ圏1月消費者信頼感(確報)</li> <li>ユーロ圏10～12月期GDP(速報)</li> <li>米1月コンファレンスボード消費者信頼感</li> <li>米FOMC(31日まで)</li> </ul>
31日(水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>12月小売売上高</li> <li>12月鉱工業生産(速報)</li> <li>日銀金融政策決定会合 主な意見(1月会合分)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>独1月消費者物価指数(速報)</li> <li>米1月ADP雇用統計</li> <li>米パウエルFRB議長会見</li> </ul>
2月1日(木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>1月製造業PMI(確報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏1月製造業PMI(確報)</li> <li>ユーロ圏1月消費者物価指数(速報)</li> <li>ユーロ圏12月失業率</li> <li>米1月製造業PMI(確報)</li> <li>米1月ISM製造業景気指数</li> </ul>
2日(金)	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>米1月雇用統計</li> <li>米1月ミシガン大学消費者マインド(確報)</li> <li>米12月製造業受注</li> </ul>

### 【当面の主要行事日程(2024年1月～)】

- FOMC(1月30～31日、3月19日～3月20日、4月30日～5月1日)
- ECB政策理事会(3月7日、4月11日、6月6日)
- 日銀金融政策決定会合(3月18～19日、4月25～26日、6月13～14日)

### 3. ECB 政策理事会を終えて～「夏」がキープフレーズ～

#### 「夏」がキープフレーズ

昨日の ECB 政策理事会は3会合連続の現状維持を決定し、預金ファシリティ金利は 4.00%で据え置かれた。注目された利下げに関する情報発信も殆どなく、最初の記者質問でこれを問われたラガルド ECB 総裁は「the consensus around the table of the Governing Council was that it was premature to discuss rate cuts」と一蹴している。かねて ECB は「2024 年半ば」を1つの節目と見なしてきている雰囲気があった。12 月会合で決定されたようにパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) で購入された資産に関し、その償還額が満額再投資されるのも 6 月末までとされている。この点、先週 18 日のダボス会議でもラガルド総裁は夏の利下げ可能性について問われ「あり得る」と回答した経緯がある。今回の会見でラガルド総裁は、その発言を取り上げた上で「I typically stand by my comments」と念押ししており、あくまで夏までに大きな政策修正が想定されないことを確認している。

なお、今年に入ってからタカ派筆頭のナゲル・ドイツ連邦銀行総裁すら「夏休み」が適切な検討時期と言及している。検討時期として「夏休み」を想定しているのならば、やはり 9 月会合は 1 つの重要なタイミングになるのではないか。裏を返せば、3 月や 4 月の会合で利下げ観測が浮上することが無いように、意図的に夏がキープフレーズとして持ち出されているのかもしれない。ちなみに「4 月利下げはなさそうか」と尋ねた記者も現れているが、ラガルド総裁は「3 月のスタッフ見通しで考えることであるし、それを考えること自体は時期尚早」と返している。3 月会合に何も起こらないことは自明として 4 月の可能性を払拭しているわけではないが、後述する通り、確認すべき計数は 4 月いっぱい待つ必要がありそうなことを踏まえると、3～4 月に大きな動きは無いと考えておきたい。

#### 「遅過ぎる利下げ」についてはコメントなし

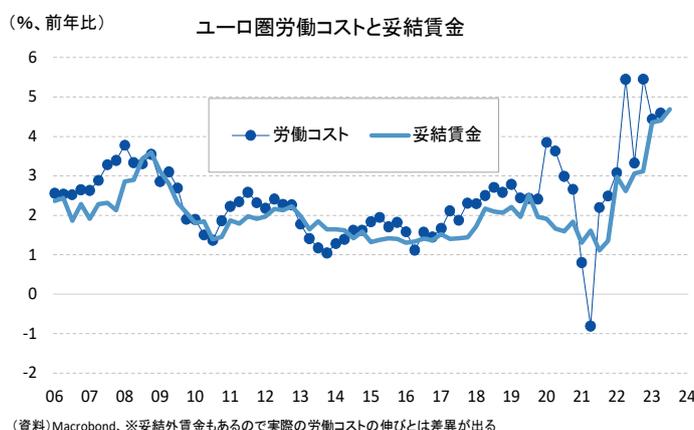
その後、どのような賃金指標をウォッチしているのかといった質問などがかわされる中、3 番目の記者が「春の終わりまで発表されない賃金データに依存することは遅過ぎる利下げに繋がると思わないか」と質す記者も現れている。これに対し、ラガルド総裁は ECB としてウォッチしているのは「広範なデータ (whole range of data) であって、賃金指標だけを見ているわけではなく、3 月までには 1 月や 2 月の域内消費者物価指数 (HICP) も確認できる」とやや反論気味に述べていた。その上で「賃金に明確な関心を抱いているのは賃金がサービスの重要な要素であり、サービスはインフレの内訳の一部であり、依然として下げ止まっており、12 月から 11 月にかけて+4%にとどまっているからだ。そのような項目はサービスだけだ」と続けている。これらの回答は質問者の「遅過ぎる利下げに繋がると思わないか」という質問には答えられていないように筆者は感じたが、「賃金に目を奪われているとバックワードルッキングな政策運営になる」という批判に対し「色々見ている (賃金に目を奪われているわけではない)」と反論する構図に落とし込んだと見られる。ちなみにラガルド総裁は賃金の評価について「過去の賃金統計や、1 人当たり雇用者報酬、妥結賃金、などを分析する限り、わずかな低下 (a slight decline) が見られる」と述べており、順当にいけば大きな誤算なくインフレの収束を確認できるという姿勢を示している。

#### 4 月末を跨ぐまで何も決められず

他の問答においても雇用・賃金関連に関し、どの計数を見ているのかといった質問は多く、ラガルド総裁がその都度、特定の指標を見ているわけではないと繰り返している。とはいえ、注目度が高いのはやは

りユーロスタットや ECB から出てくる統計にならざるを得ない。ある記者は「1~3 月期の妥結賃金は (ECB から) 4 月末から出てくると思うが、その理解で正しいか」と時期を聞いただけであったが、ラガルド総裁は「I would not draw any conclusion from a date of publication」と回答している。統計発表の時期を確認しただけの質問に対してはやや語気が強いのではないかと感じられ、却って、5 月末に発表予定の妥結賃金統計の重要性がクローズアップされたようにも見えた。

ちなみに足許の計数を確認しておく、11 月時点のユーロ圏失業率は 6.4%と 5 か月ぶりに低下し、失業者数も 3 か月ぶりに減少している。その上で現時点の最新となる 2023 年 7~9 月期時点の妥結賃金は、いまだ高止まりしている (図)。もっとも、物価騰勢の落ち着きや、先行する求人広告ベースの賃金の鈍化に鑑みれば、妥結賃金も減速に向かう公算が大きい。1~3 月期のデータでこういった動きが確認されれば、6 月のスタッフ見通し



を経て、最速 7 月、順当にいけば 9 月に利下げという線が見えてくるだろう。逆に、域内の雇用市場が逼迫したままであることを踏まえると、妥結賃金が再浮揚する可能性も考えられ、仮に妥結賃金が鈍化しても「失業率が低い」という理由で利下げに慎重な情報発信をすることも不可能ではない。今後の政策金利軌道としては「9 月までに利下げ」を基本シナリオとしつつ、その回答はたとえ 3 月のスタッフ見通し改定を経ても 4 月末までは分からないというのが実情に近い。考えるほど 3 月会合は無風で、妥結賃金を確認できない 4 月会合も同様になる可能性が高いと予想したい。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響)について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向)について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
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～チャレンジングの真意～)
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、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	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広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年こそ利下げの年」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/ハト派を示唆～