

みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 1 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: マイナス金利解除と円相場の関係性〜ドル/円相場、数少ない押し目の考え方〜	

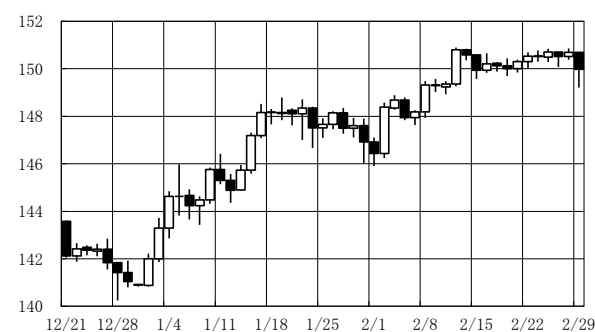
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円相場は、週後半に円買い相場の中で下落も、150円近傍で推移している。週初26日、150.50円でオープンしたドル/円は、150円台半ばでレンジ推移。海外時間は、米金利上昇につれて一時150円台後半まで上伸も、上値は重く動意に欠ける展開となった。27日、ドル/円は本邦1月消費者物価指数(CPI)の強い結果を受け、日銀に対する政策修正期待の高まりから150円台半ばでじり安。海外時間は、軟調な米経済指標を受けた米金利低下を横目に150円付近に下落も、その後は原油価格上昇や米金利反発を背景に150円台半ばに値を戻した。28日、ドル/円は150円台半ばで方向感なく推移。海外時間は、米金利上昇を受け150円台後半に上昇したが、米10〜12月期GDP(改定値)の下方修正を背景に、さらなる上値追いには至らなかった。29日、ドル/円は高田日銀審議委員によるタカ派な発言を受けた政策修正期待や月末のフローを受けた円買い相場の中、150円を割り込んだ。海外時間は、米金利上昇を受け150円を回復も、米1月個人消費支出(PCE)デフレーターが市場予想通りの結果となると、米金利は反落、一時週安値となる149.21円に急落した。引けにかけては、ドル売りの一服を受け150円付近に値を戻した。本日のドル/円は、引き続き150円台前半で取引されている。
- ・ 今週のユーロ/ドルは、おおむね独金利につれた動向となり、週後半にかけ反落に至っている。週初26日、1.0820でオープンしたユーロ/ドルは、独金利上昇を背景に、一時1.08台後半に上昇した。27日、ユーロ/ドルは独金利続伸を受け一時週高値となる1.0866に上値を伸ばすも、米金利の反発などが重しとなる中で、1.08台前半に反落した。28日、ユーロ/ドルはドル買い優勢の環境下で一時1.08を割り込んだが、軟調な米GDP統計を受けた米金利低下が好感され、1.08台前半に値を戻した。29日、ユーロ/ドルは独金利上昇や米インフレ統計の結果を受けた米金利低下が好感されに1.08台後半に続伸も、その後は独金利反落やドル売り一服を受け、一時週安値となる1.0796に反落した。本日のユーロ/ドルは、ユーロ売りの一服を受け、1.08台前半で取引されている。

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			
		2/23(Fri)	2/26(Mon)	2/27(Tue)	2/28(Wed)	2/29(Thu)
ドル/円	東京9:00	150.47	150.50	150.57	150.51	150.65
	High	150.77	150.83	150.68	150.85	150.70
	Low	150.15	150.30	150.08	150.37	149.21
	NY 17:00	150.55	150.70	150.49	150.70	149.97
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0827	1.0820	1.0851	1.0841	1.0838
	High	1.0840	1.0860	1.0866	1.0845	1.0856
	Low	1.0760	1.0813	1.0833	1.0797	1.0796
	NY 17:00	1.0822	1.0851	1.0846	1.0839	1.0805
ユーロ/円	東京9:00	162.88	162.78	163.34	163.18	163.20
	High	163.16	163.72	163.39	163.40	163.22
	Low	161.63	162.58	162.93	162.76	161.72
	NY 17:00	162.86	163.50	163.22	163.32	162.06
日経平均株価		-	39,233.71	39,239.52	39,208.03	39,166.19
TOPIX		-	2,673.62	2,678.46	2,674.95	2,675.73
NYダウ工業株30種平均		39,131.53	39,069.23	38,972.41	38,949.02	38,996.39
NASDAQ		15,996.82	15,976.25	16,035.30	15,947.74	16,091.92
日本10年債		-	0.68%	0.69%	0.70%	0.71%
米国10年債		4.25%	4.28%	4.30%	4.26%	4.25%
原油価格(WTI)		76.49	77.58	78.87	78.54	78.26
金(NY)		2,049.40	2,038.90	2,044.10	2,042.70	2,054.70

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日(金)に2月雇用統計が公表予定となっている。1月は、非農業部門雇用者数が+35.3万人(前月比、以下同様)と、12月(修正後:+33.3万人)および市場予想(+18.5万人)を上回った。ただ、過去データの遡及改定が大規模に行われた点、例年1月分は市場予想を上振れる傾向が強く、季節調整が歪んでいる可能性がある点、などを考慮に入れる必要がある。部門別では、引き続き民間サービス部門の伸びが1年ぶりと増勢が目立った。片や、失業率は3.7%と市場予想の3.8%を下回り、12月から横ばい。加えて、平均時給は+0.6%と市場予想の+0.3%および12月の+0.4%を大きく上回った。ただし、これは悪天候に伴い労働時間が減少したことが主因で、実態はそこまで強くはない。全体を通して、見かけほど労働市場は強くはないのが実態だろうが、FRBの早期利下げを支持するような内容ではなく、雇用環境緩和は道半ばと評価できる。なお、2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+19.3万人、失業率を3.7%、平均時給を+0.3%と見込んでいる。
- 欧州では、7日(木)にECB政策理事会が開催される。前回1月会合では、3会合連続で各種政策金利の据え置きを決定。ラガルドECB総裁は、利下げに関する議論に関しては「時期尚早」と一蹴しつつ、夏ごろの利下げに関し「あり得る」とした発言を維持。その他、妥結賃金の動向を重視する発言も聞こえてくる中、やはり1～3月期の妥結賃金の結果公表(5月後半)を経た後での利下げ路線転換を意識させる内容だった。この点、2月20日には10～12月期妥結賃金が公表され、過去最高を記録した7～9月期からはやや鈍化。先行する求人広告ベースの賃金も落ち着きを見せる中、1～3月期妥結賃金も鈍化を継続させる可能性が高い。ECBは9日に賃金トラッカーに関するワーキングペーパーを公表しており、1～3月期妥結賃金を「2024年全体の賃金上昇率に決定的な影響を与える」と重視する姿勢を示した。これらの情報発信に鑑みれば、3月会合、4月会合に関しては、利下げ示唆は行わない可能性が高い。

	本 邦	海 外
3月1日(金)	1月失業率/有効求人倍率 2月製造業PMI(確報) 2月消費者態度指数	- ユーロ圏2月製造業PMI(確報) - ユーロ圏2月消費者物価指数(速報) - ユーロ圏1月失業率 - 米2月製造業PMI(確報) - 米2月ミシガン大学消費者マインド(確報) - 米2月ISM製造業景気指数
4日(月)	10～12月期設備投資	ユーロ圏3月センチックス投資家信頼感
5日(火)	2月東京消費者物価指数 2月非製造業PMI(確報)	- ユーロ圏2月非製造業PMI(確報) - ユーロ圏1月生産者物価指数 - 米2月非製造業PMI(確報) - 米2月ISM非製造業景気指数 - 米スーパーチューズデー
6日(水)	—————	- 独1月貿易収支 - ユーロ圏1月小売売上高 - 米2月ADP雇用統計 - 米1月JOLT求人件数 - 米パウエルFRB議長 議会証言(7日まで)
7日(木)	1月毎月勤労統計 - 連合 24年春闘要求主集計結果公表	- 独1月製造業受注 - ユーロ圏ECB政策理事会 - 米1月貿易収支
8日(金)	1月家計支出 1月国際収支 2月景気ウォッチャー調査 1月景気動向指数(速報)	- 独1月鉱工業生産 - 独1月生産者物価指数 - ユーロ圏10～12月期GDP(確報) - 米2月雇用統計

【当面の主要行事日程(2024年3月～)】

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)
 FOMC(3月19日～3月20日、4月30日～5月1日、6月11～12日)
 IMF世銀・年次総会(4月19日～21日)

3. マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～

「もはやリフレではない」という一コマ

昨日、滋賀県で開催された金融経済懇談会において高田日銀審議委員は 2%の物価安定目標について「実現がようやく見通せる状況になってきた」と述べた。これを受けて早ければ 3 月、遅くとも 4 月の金融政策決定会合におけるマイナス金利解除が現実味を帯びたとの受け止めから、昨日の東京時間午前のドル/円相場は大きく下落する時間帯が見られた。2013 年に黒田体制が発足して以降の 10 年間、政策委員会では人選を含めてリフレ政策で思想統制されたような状態にあり、審議委員からの情報発信が日銀の「次の一手」を示唆する材料として受け止められるような場面は稀だった。この点、審議委員が自らの言葉で、自らの考えをしっかりと表現することで市場がこれを織り込みに行くという構図には懐かしさも感じられた。昨日の高田審議委員の講演やこれに対する為替市場の反応こそ、「もはやリフレではない」という状況を如実に示していたようにも思う。

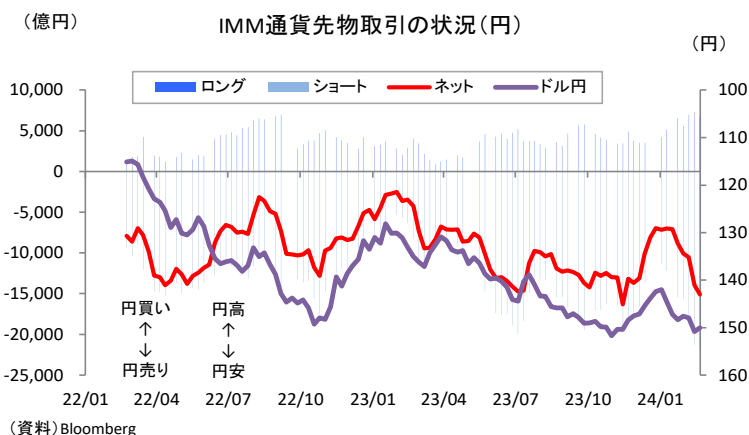
3 月マイナス金利解除は春闘で十分か

ちなみに約 1 か月前となる 2 月 8 日には奈良県で行われた金融経済懇談会において内田日銀副総裁が 2%の物価安定目標について「実現する確度は少しずつ高まっている」と述べていたが、「実現がようやく見通せる状況になってきた」はこれよりも明らかにトーンが強いように感じられる。既報の通り、高田審議委員の講演では 3 月 13 日に大企業の集中回答日を迎える今年の春闘に絡めて「昨春に続いて高めの賃上げ率が実現すれば、継続的な所得増加期待も高まりやすいと考えられる」と述べている。

3 月の集中回答日で大企業の趨勢を確認し、その後 1 か月間で中小企業の追随具合を判断した後、4 月 25～26 日会合で展望レポートと共にマイナス金利解除を決定するというのが市場予想の中心であったと思われるが、高田審議委員の発言からは「春闘で十分」という含意も感じられる。既報の通り、2 月 22 日には植田日銀総裁が衆議院予算委員会で「去年までと同じような右上がりの動きが続くと一応、予想している。そういう意味でデフレではなくインフレの状態にある」と述べた話題となったばかりである。つまり、この 1 か月間で正副総裁および審議委員から明らかにマイナス金利解除をサポートするような発言が相次いだことになる。もっとも、4 月解除の場合も、3 月会合で何らかの織り込みが行われる可能性があり、事実上のライブ会合となるだろう。

円買い優勢の時間帯は来るが・・・

為替市場への影響をどう考えるべきか。かねて論じているように、筆者は日銀のマイナス金利解除が円高材料と見なされるのはごく短期間の話であって、中長期的な効果は持ち得ないと考えている。昨日のように思惑主導で円買いが起きているうちがピークであり、決定と共に反対売買（円売り）が優勢となる公算は大きいと想定しておきたい。高田審議委員にしても講演後の記者会見では「ど



んどん利上げをするということではない」とも述べており、先般の植田総裁による「金融政策運営の不連続性の回避」といった発言と平仄を取っている。達観すれば、日銀の金融政策運営において「(引き締め方向で) 二の矢、三の矢が放たれる」という可能性が公にほぼ否定されている以上、マイナス金利解除は「日銀発の円買い材料は出尽くし」という合図にもなる。2月20日時点のIMM通貨先物取引の状況に照らすと、対ドルでの円の持ち高は約▲1.5兆円の売り持ちで、これは2022年3月に始まった今次円安局面のピークに近い。投機的なポジションの偏りが際立っているように思われることから、日銀のマイナス金利解除やFRBの利下げが重なった場合、ごく短期的ではあるにせよ円買い優勢となる時間帯は到来する可能性が高いだろう。同時に、見方を変えれば、そうした「売られ過ぎたから買い戻される」という文脈くらいしか円の反発が期待できない状況とも言える。日銀・FRBの双方から日米金利差の縮小が見込まれる3～6月の4か月間程度を数少ないドル/円相場の押し目として捉えていく姿勢を持ちたい。

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
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
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～再浮場の読み方～
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～外貨性資産比率は「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～「利上げー利下げ」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～「最後の岩」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～繰り返し言われる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	カネ関連収支でも揺るサービス赤字
2023年10月11日	赤字が揺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