

みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 8 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～6 月まで材料なし～	

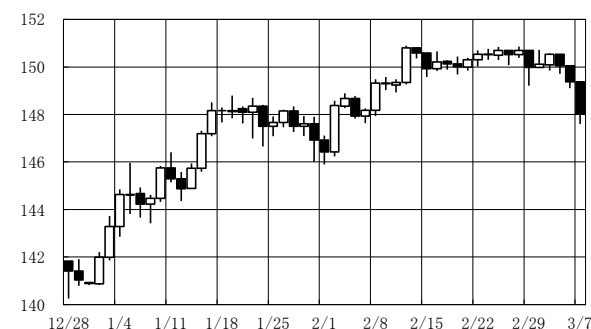
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、米経済指標の下振れや日銀の政策修正観測などを受け、週後半に急落した。週初4日、150.13円でオープンしたドル/円は、一部メディアによる、政府のデフレ脱却表明に関する観測報道を背景に一時150円台を割り込むも、海外時間は米金利上昇につれじり高に推移し、週高値の150.57円まで上昇した。5日、ドル/円は150円台半ばで小動き。海外時間は、米2月ISM非製造業景気指数の弱い結果を嫌気し、米金利低下と共に149円台後半まで下落した。その後、150円台を回復も上値は重く、再び149円台まで軟化し引けた。6日、ドル/円は150円を挟みレンジ推移。海外時間は、「日銀3月会合で少なくとも1人がマイナス金利解除を主張」との観測報道を受けた円買い相場の中で、米2月ADP雇用統計の弱い結果を受けた米金利低下も重しとなり、149円台前半まで下落した。7日、ドル/円は本邦賃金統計や春闘賃上げ要求水準の公表などを受け、日銀のマイナス金利早期化期待が進行、円が買われNY時間にかけて1か月ぶり安値となる147.59円まで急落。引けにかけては、148円台に持ち直すも戻りは鈍く、そのまま148円付近で引けた。本日のドル/円は、引き続き148円付近で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、米金利低下を受け、週後半に上昇した。週初4日、1.0842でオープンしたユーロ/ドルは、材料に欠ける展開の中で米金利上昇が重しとなるも、ポンド買いの流れが波及し、1.08台後半にじり高推移した。5日、ユーロ/ドルは方向感に欠ける値動きが継続。おおむね米金利動向につれる展開の中で、1.08台半ばでレンジ推移。6日、ユーロ/ドルは米金利低下や欧州株価の堅調推移が支援材料となり、1.09台まで上昇した。7日、ユーロ/ドルはECB政策理事会での政策金利は現状据え置き、インフレ見通しは下方修正の発表を受け、一時1.08台後半まで急落。ただ、その後のラガルドECB総裁の記者会見が市場予想ほどハト派な内容ではなかったことから、独金利上昇につれる格好で約1か月半ぶりの高値となる1.09台半ばに反転上昇した。本日のユーロ/ドルは、ドル売り相場の中で、週高値圏を更新しながら取引されている。

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				
		3/1(Fri)	3/4(Mon)	3/5(Tue)	3/6(Wed)	3/7(Thu)	
ドル/円	東京9:00	150.08	150.13	150.45	150.05	149.26	
	High	150.72	150.57	150.55	150.08	149.36	
	Low	149.94	149.84	149.70	149.09	147.59	
	NY 17:00	150.13	150.53	150.05	149.41	148.06	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0807	1.0842	1.0853	1.0854	1.0901	
	High	1.0843	1.0866	1.0876	1.0915	1.0949	
	Low	1.0799	1.0838	1.0840	1.0842	1.0868	
	NY 17:00	1.0841	1.0856	1.0857	1.0897	1.0949	
ユーロ/円	東京9:00	162.15	162.74	163.25	162.87	162.54	
	High	163.00	163.00	163.37	162.95	162.73	
	Low	162.15	162.58	162.66	162.25	160.55	
	NY 17:00	162.69	163.39	162.87	162.85	162.04	
日経平均株価		39,910.82	40,109.23	40,097.63	40,090.78	39,598.71	
TOPIX		2,709.42	2,706.28	2,719.93	2,730.67	2,718.54	
NYダウ工業株30種平均		39,087.38	38,989.83	38,585.19	38,661.05	38,791.35	
NASDAQ		16,274.94	16,207.51	15,939.59	16,031.54	16,273.38	
日本10年債		0.71%	0.71%	0.70%	0.71%	0.73%	
米国10年債		4.18%	4.22%	4.15%	4.11%	4.09%	
原油価格(WTI)		79.97	78.74	78.15	79.13	78.93	
金(NY)		2,095.70	2,126.30	2,141.90	2,158.20	2,165.20	

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、12日(火)に2月消費者物価指数(CPI)が公表予定となっている。1月は+3.1%(前年比、以下同様)と市場予想の+2.9%を上回ったものの、12月の+3.4%からは伸びが鈍化した。一方、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは+3.9%と市場予想の+3.7%を上回り、12月から横ばいとなった。エネルギー価格の下落幅拡大などを受け、非コア項目ではディスインフレが順調だ。他方コア項目では、コア財価格が▲0.3%と3年半ぶりにマイナス寄与となった半面で、コアサービス価格は+5.3%から+5.4%に反発した。中でも、FRBが重視する居住費除くコアサービス価格も、ブルームバーグの試算によれば+4.29%と8か月ぶりの高水準となっており、総じてFRBに対する早期の利下げ期待に水を差す内容だった。実際、市場は年内の利下げ回数に関し一時期は6回以上を織り込んでいたものの、足許では3~4回まで押し戻されており、ドットチャートにおけるFRBの想定と大差ない水準となった。3月FOMCを間近に控える環境下、2月CPIの結果は更新されるドットチャートやスタッフ経済見通しにも大きな影響を及ぼすだろう。なお、2月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースで+3.1%、コアベースで+3.7%と見込んでいる。
- 本邦では、15日(金)に2024年春季労使交渉(春闘)の1回目の集計結果が日本労働組合総連合会(連合)より公表予定となっている。3月18日(月)~19日(火)に日銀金融政策決定会合を控える中、本年の賃上げ動向を占ううえで、最重要なイベントの一つとなるだろう。2023年の結果を振り返ると、定期昇給分を合わせて、+3.58%と30年ぶりの伸び率を記録した。もともと、毎月勤労統計の内容を確認する限り、物価と賃金の好循環が起きたとは言い難く、直近でも実質所得は前年比マイナスで推移している。かかる環境下、連合は本年の賃上げ目標として「+5.0%以上」を掲げており、「+5.0%程度」としていた昨年からの語気を強めている。一部の大手企業に関しては、これを上回る賃上げ実施の報道も相次いでいる状況にある。実際、7日に公表された要求集計結果においては、賃上げ要求は+5.85%となっており、30年ぶりの高水準となった。昨年来、春闘の良好な結果を確認し、4月の展望レポート更新と合わせてマイナス金利解除を実施する、というシナリオが市場予想の中心に位置していたと思われるが、ここもとでは日銀高官からは前向きな発言も増えてきており、3月会合でのマイナス金利解除も排除されないだろう。もともと、昨年の春闘に関しては、第一回は強めな数字となったが、第2回公表以後じりじりと下方修正されている。このような傾向も、ある程度は割り引いて考える必要がある。

	本 邦	海 外
3月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
11日(月)	・10~12月GDP(確報) ・2月工作機械受注(速報)	
12日(火)	・2月国内企業物価指数	・独2月消費者物価指数(確報) ・米2月NFIB中小企業楽観指数 ・米2月消費者物価指数
13日(水)		・ユーロ圏1月鉱工業生産
14日(木)		・独1月経常収支 ・米2月小売売上高 ・米2月生産者物価指数
15日(金)	・1月第3次産業活動指数 ・2024年春闘 第1回集計結果公表	・米3月NY連銀製造業景気指数 ・米2月輸出/輸入物価指数 ・米2月鉱工業生産 ・米3月ミシガン大学消費者マインド(速報)

【当面の主要行事日程(2024年3月~)】

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)
 ECB政策理事会(4月11日、6月6日、7月18日)
 IMF世銀・年次総会(4月19日~21日)

3. ECB 政策理事会を終えて～6 月まで材料なし～

改めて 6 月の重要性を強調

昨日の ECB 政策理事会は 4 回会合連続での政策金利据え置きを決定し、引き続き預金ファシリティ金利は 4.00%、主要リファイナンスオペ金利は 4.25%で据え置かれた。また、利下げについても全く議論されていない事実が明らかにされ、概ね事前予想通りの情報発信が行われたと言える。問題視される雇用・賃金情勢について年央まで判断がつかないことを吐露している経緯もあり、4 月会合の現状維持もほぼ確実な情勢と言える。今回の会見でもラガルド ECB 総裁は「We will know a little more in April, but we will know a lot more in June」と述べ、4 月よりも 6 月の重要性を認めている。「3～4 月は無風で 6 月がライブミーティング」というのは 1 月から変わらぬ市場予想でもある。

もっとも、今回は「What we have done is that we have just begun discussing the dialing back of our restrictive stance」とも述べられており、正常化プロセスが助走に入っているのは事実である。ラガルド総裁が口にしてしている情報だけを総合すれば「4 月までは現状維持で、6 月ないし 7 月には利下げ」といった織り込みになるし、現にそうになっている。決定済み事項としてはパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の満額再投資も 6 月末で打ち切られる（その後徐々に再投資額が減額される）ため、年後半以降は金利に限らず、量の面でも正常化が進む公算である。

インフレ基調と賃金動向がねじれた場合、どうするか？

率直に言って、今回の会合から得られる新しい情報は殆ど無い。結局、賃金動向が見えてこない以上、「次の一手」について議論すらしないというコミットメントを ECB が出しているような状況でもあり、市場参加者としては材料視が難しい状況に嵌まっている。敢えて言えば、最後の質問者が「たとえ賃金が伸び続けていても、インフレ基調の低下は続くかもしれない。利下げを検討するにあたってはどちらを重視しますか」と質したのは興味深いものだった。

この点、ラガルド総裁は「我々はインフレ見通し、インフレ基調、政策波及経路の強さの 3 つを重視している」と昨年から提示してきた 3 つの論点を挙げた上で、インフレ見通しは明らかにデysinフレの傾向が認められるが (図)、賃金動向が反映されるインフレ基調は依然強いことに警戒感を示している。

質問者は「インフレ基調は低下しても賃金強いこともあるのではないか」という点を質すが、基本的にそうした事態は考えにくい。インフレ基調の大勢はサービス物価に規定され、サービス物価は賃金に規定される。よって「賃金強いにもかかわらずインフレ基調が低下する」という事態は技術的に考えにくい。

ECBのスタッフ見通し(2024年3月)

(%)

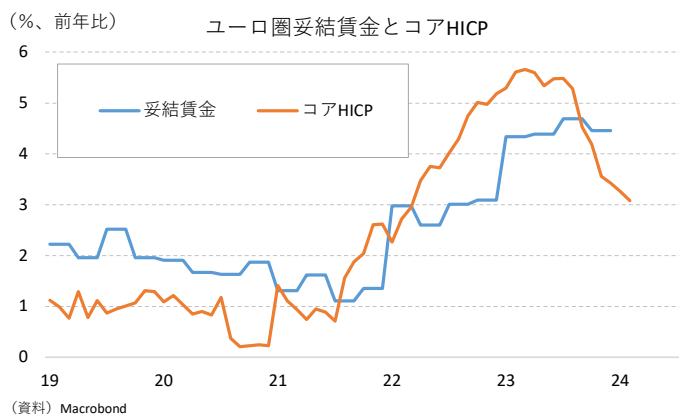
	2023	2024	2025	2026
消費者物価上昇率(HICP)	5.4	2.3	2	1.9
(前回:2023年12月)	5.4	2.7	2.1	1.9
コアHICP	4.9	2.6	2.1	2
(前回:2023年12月)	5	2.7	2.3	2.1
実質GDP	0.5	0.6	1.5	1.6
(前回:2023年12月)	0.6	0.8	1.5	1.5

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2024-26年にかけて1.08。

※コアはエネルギー・食品を除く

とはいえ、ECBが注視する労働組合の妥結賃金は速報性に欠ける一方、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の基調は毎月確認可能である。そのため、現実的には ECB が確認可能な計数について「賃金強いにも

「かかわらずインフレ基調が低下する」という状況は生まれる。例えば、現在がそうになっている。昨年 10～12 月期の妥結賃金は +4.5% 程度と高止まりする一方、コア HICP は緩やかながら低下傾向にあり、3 月や 4 月には 3% 割れも視野に入る (図)。6 月会合月時点では今年 1～3 月期の妥結賃金が +4% 程度で公表されているとしても、5 月分のコア HICP は 3% 台を優に割り込んでいる可能性がある。当面の間、賃金とインフレ基調の「ねじれ」は放置されるだろう。だからこそ、記者が指摘したように、賃金とインフレ基調の軽重が問題になる。



スタッフ見通しごとに利下げ、という考え方も

現実的には妥結賃金の鈍化モメンタムを信じ、コア HICP の実績を踏まえながら、6 月に利下げ着手というのが ECB の目論見だろう。だが、今週の本欄でも議論したように、妥結賃金が年内に 4% を割り込む可能性は求人広告から作った賃金トラッカーを見ても、また ECB が開発中の賃金トラッカーを見ても、可能性が高いとは言えない。上述の質問に対するラガルド総裁の回答としては「何か 1 つを重視することはない」ということになるのだろうが、少なくとも現在の雇用・賃金情勢を踏まえる限り、6 月以降、全ての会合で利下げが行われるとは筆者は全く思わない。ECB はスタッフ見通しを区切りとして決断を先送る傾向にあるため、最速で 6 月に着手したとしても、その後、9 月や 12 月のスタッフ見通しのデータを見ながら利下げの妥当性を検討するという運営に落ち着く可能性は高いと予想する。

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
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(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～)
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→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」も濃う米経済～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