

みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 22 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:FOMC を受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」～	

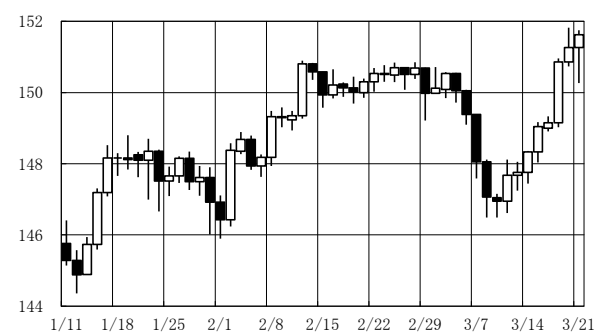
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、事前報道通りの結果となった日銀会合が円売りを焚き付け、年初来高値を更新した。週初18日、148.95円でオープンしたドル/円は日本株の大幅上昇を背景に149円台前半まで上昇。日銀の政策決定を前に様子見ムードが強い中で、週安値の148.90円を付けるも、終日を通して149円台前半を中心に方向感に欠ける展開となった。19日、ドル/円は正午過ぎに日銀よりマイナス金利解除を含めた金融政策の大幅変更が公表、植田日銀総裁の会見は総じてハト派な印象を与え、円売りが加速。海外時間も円売りの流れは継続、良好な米経済指標の結果も合わせ、151円を目指す展開となった。20日、ドル/円は本邦祝日の中、海外時間にFOMC結果発表を控え、警戒感から上げ幅を拡大し、NY時間には年初来高値となる151.82円を付けた。FOMCは、政策金利の据え置きを決定。もっとも、更新されたドットチャートやパウエルFRB議長会見がハト派と解釈され、ドル売りが加速し一時150円台後半に急落した。21日、ドル/円は鈴木財務相の円安けん制発言を受け150円台前半に続落も、すぐに値を戻す展開。海外時間は、堅調な米経済指標を受けた米金利上昇を背景に、週高値を目指し続伸した。本日のドル/円は、引き続き151円台半ばで取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、FOMC後に上昇も、その後は反落した。週初18日、1.0883でオープンしたユーロ/ドルは、独金利上昇を受け1.09台に乗せるも、その後は米金利上昇に押され、1.08台後半に反落した。19日、ユーロ/ドルは週安値の1.0835まで値を下げても、その後独3月ZEW景気指数の力強い結果や欧州株の堅調推移が支援材料となり、1.08台後半を回復した。20日、ユーロ/ドルはラガルドECB総裁のハト派な発言が伝わると、ユーロ売りが加速し前日の安値付近まで急落。もっとも、FOMC後には米金利が低下し、1.09台前半に急伸した。21日、ユーロ/ドルは週高値の1.0942に続伸も、その後はスイスフラン安が重しとなったほか、米金利の反転上昇も嫌気され、1.08台半ばまで反落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.08台後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			
		3/15(Fri)	3/18(Mon)	3/19(Tue)	3/20(Wed)	3/21(Thu)
ドル/円	東京9:00	148.30	148.95	149.15	151.01	150.74
	High	149.17	149.33	150.96	151.82	151.75
	Low	148.04	148.90	149.00	150.74	150.27
	NY 17:00	149.08	149.15	150.88	151.25	151.62
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0883	1.0883	1.0873	1.0862	1.0937
	High	1.0900	1.0906	1.0876	1.0923	1.0942
	Low	1.0874	1.0866	1.0835	1.0837	1.0856
	NY 17:00	1.0888	1.0872	1.0867	1.0923	1.0860
ユーロ/円	東京9:00	161.51	162.18	162.20	164.16	164.86
	High	162.41	162.68	163.99	165.33	165.31
	Low	161.12	162.00	162.04	163.92	164.36
	NY 17:00	162.30	162.45	163.94	165.21	164.64
日経平均株価		38,707.64	39,740.44	40,003.60	-	40,815.66
TOPIX		2,670.80	2,721.99	2,750.97	-	2,796.21
NYダウ工業株30種平均		38,714.77	38,790.43	39,110.76	39,512.13	39,781.37
NASDAQ		15,973.17	16,103.45	16,166.79	16,369.41	16,401.84
日本10年債		0.78%	0.75%	0.73%	-	0.74%
米国10年債		4.31%	4.33%	4.29%	4.28%	4.27%
原油価格(WTI)		81.04	82.16	82.73	81.27	81.07
金(NY)		2,161.50	2,164.30	2,159.70	2,161.00	2,184.70

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、28日(木)に2023年10～12月期実質GDP成長率(確報)が公表予定となっている。改定値データを確認すると、+3.2%(前期比年率、以下同様)と依然として高い伸び率を記録し、米景気のソフトランディング期待が高まっている状況だ。内訳を寄与度ベースで確認すると、要の個人消費が+2.0%と7～9月期並みの伸びを維持、インフレ鈍化などに伴う実質所得環境の改善や、過去の利上げ局面对比では緩和的な金融環境などが内需の下支えとなっている。もともと、1～3月期にかけては、個人消費は失速気味であると考えられる。小売売上高は1月、2月とやや弱い結果となっている。なお、3月FOMCにおいて更新されたスタッフ経済見通しにおいては、2024の成長率に関し+2.1%と12月時点から大きく上方修正こそされたが、年内に一定の景気鈍化に向かうとの見立ては不変となっている。

そのほか、29日(金)には2月個人消費支出(PCE)デフレーターが公表予定。前回1月の結果は、総合ベースでは+2.4%(前年比、以下同様)と市場予想と一致し、12月の+2.6%から伸びが鈍化した。また、コアベースでは+2.8%とこちらも市場予想と一致、12月の+2.9%から鈍化。総合、コアベースいずれも、約3年ぶりの低水準の伸びである。ダラス連銀が試算するトリム平均を確認しても、+3.16%と2年以上ぶりの低水準となっており、物価の基調も下向きだ。現状、財価格の下落は想定以上であるものの、サービス価格の減速は不十分であり、2月も+3.9%と+2.0%目標に適う伸びとはなっていない。FRBの利下げ開始に向けては、賃金とサービス価格の一層の鈍化が必要になるだろう。なお、ブルームバーグの事前予想では、2月の結果に関し総合ベースで+2.5%、コアベースで+2.8%と見込んでいる。
- 本邦では、28日(木)に日銀金融政策決定会合の主な意見(3月会合分)が発表予定。3月会合では、市場予想通りに、大規模金融緩和の終了を決定、マイナス金利の解除とともに、イールドカーブコントロール(YCC)の終了および資産買い入れ方針の変更を行った。声明文においては、「大規模な金融緩和はその役割を果たした」「2%目標の持続的安定的実現を見通せる状況に至った」と政策変更の理由を説明した。なお、「躊躇なく緩和」としていたフォワードガイダンスも撤回、「当面緩和的な金融環境が継続すると考えている」との文言を新たに追加した。植田日銀総裁も会見で、「大規模金融緩和の解除に必要な閾値を超えた」と政策変更の理由を述べたものの、基調的物価に関し、「2%目標には多少距離がある」と説明、短期金利を政策手段とする「普通の」金融政策の下で、緩和的な環境を維持すると明言した。主な意見では、政策変更の引き金となった賃上げ動向に関する見解に加え、政策変更への反対票に関する詳細な意見などを確認する必要があるだろう。

	本 邦	海 外
3月22日(金)	・2月消費者物価指数	・独3月IFO企業景況感指数
25日(月)	・1月景気動向指数(確報) ・日銀金融政策決定会合 議事要旨(1月会合分)	・米2月新築住宅販売件数
26日(火)	・2月企業向けサービス価格指数 ・2月工作機械受注(確報)	・独4月GfK消費者信頼感 ・米2月耐久財受注(速報) ・米1月FHFA住宅価格指数 ・米3月コンファレンスボード消費者信頼感
27日(水)	—————	・ユーロ圏3月消費者信頼感(確報)
28日(木)	・日銀金融政策決定会合 主な意見(3月会合分)	・米10～12月期GDP(確報) ・米2月中古住宅販売仮契約 ・米3月ミシガン大学消費者マインド(確報)
29日(金)	・3月東京消費者物価指数 ・2月失業率/有効求人倍率 ・2月小売売上高 ・2月鉱工業生産(速報) ・2月住宅着工件数	・米2月個人所得/支出 ・米2月卸売在庫(速報) ・米2月個人消費支出デフレーター

【当面の主要行事日程(2024年4月～)】

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)
 日銀金融政策決定会合 (4月25～26日、6月13～14日、7月30～31日)
 FOMC (4月30日～5月1日、6月11～12日、7月30～31日)

3. FOMC を受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」～

基本的に無風の FOMC

3 月 19～20 日に開催された FOMC は 5 会合連続での現状維持を決定した。声明文の文言も不変であり、基本的に無風と言える会合ではあった。敢えて言えば、メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート、中央値）に関し、2024 年中の政策金利引き下げ幅が▲75bp、すなわち 3 回程度と示されたことは一部の驚きを誘っている。3 回程度というドットチャート自体、昨年 12 月会合

から引き継がれたものだが、あれから 3 か月間で明確に利下げ期待は薄らいでおり、それがドル/円相場の押し上げに寄与してきた。市場では年内 2 回程度の織り込みにハト派姿勢が後退するとの見通しはあったため、12 月時点と同じ利下げ見通しが維持されたことに意外感があった。ちなみに年内利下げなしとの予想は 19 名中 2 名しか存在しなかったため、「2024 年に利下げがスタートし、2025 年中も続く」という FRB の基本認識はかなり強そうなのが分かる（なお、2025 年の利下げ見通し自体は 4 回から 3 回へ引き下げられているが市場ではさほど材料視されていない）。

パウエル FRB 議長の会見でも「もし景気が予想通りの道筋を辿るのであれば今年のある時点で利下げを始めるのが適切」と年内利下げ路線を念押ししている。利下げ開始時期に関してはやや後ろ倒しされており、順当にいけば 6 月、遅ければ 7 月というイメージで持っておけば良いだろう。現状、雇用・賃金環境が極めてしっかりしているため、利下げに向かって急旋回する可能性はメインシナリオにはなりづらい。ちなみに 6 月会合で利下げをスタートし、2 回に 1 回ペースで利下げすれば 12 月 FOMC でちょうど 3 回になる。予見可能なペースとしては悪くないイメージである。

少なくなる「押し目」

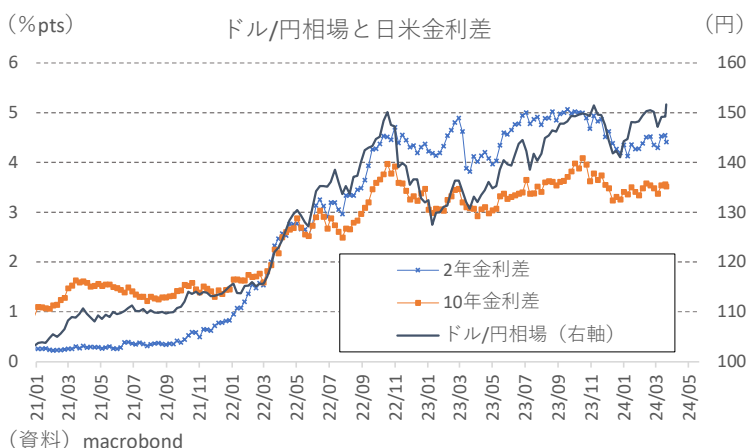
今回の FOMC を受けてもドル/円相場見通しは大きく変わらないが、利下げ開始時期が後ろ倒しになったことで「押し目」が少なくなってしまう可能性はある。というのも、「中期為替相場見通し」で 4～6 月期からの調整局面（円高・ドル安）を想定している背景には FRB の利下げが 5 月以降に始まるという仮定がある。これが 6 月、7 月とずれ込めばどうしてもドル/円相場の押し目は期待できなくなる。本来、「日銀の利上げと米国の

利下げが同時発生するから 4～6 月期こそドル/円相場の押し目」という考え方があったわけだが、債券市場への配慮を前面に押し出したマイナス金利解除政策は事前のリーク報道と共に費消され、円相場は結

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

FOMC Date	2024	2025	2026	Longer run
Sep-22	3.875%	2.875%	n.a.	2.500%
Dec-22	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-23	4.625%	3.625%	2.875%	2.500%
Mar-24	4.625%	3.875%	3.125%	2.5625%

（資料）FRB



局、「噂で売って、事実でも売り」という救いようのない結末になった。今後、国債買い入れの縮小などを通じて円買いが発生する局面もあろうが、基本的に「日銀発の円高材料は無い」といっておくのが無難だろう。だとすれば、FRB の利下げに応じて投機的な円売りが撒き戻される時間帯を丁寧に拾うしかチャンスは無い。そのチャンスの 1 つが FRB の利下げ着手にあることは間違いない（政府・与党によるデフレ脱却宣言があれば、それは大きな押し目を提供するはずであるが、その可能性が高くないことは昨日の本欄でも議論した）。もっとも、その利下げも 2 年弱にわたってじわじわと喧伝されている状況にあり、為替市場の価格形成にどれほどショックを与えられるのか定かではない。金融危機やパンデミック時に見たようなまとまった幅の利下げがあれば、調整も深くなるだろうが、裏を返せばそうした危機的な状況を想定する以外にドル/円相場の「押し目」は考えにくくなっているように思える。

筆者は年初の本欄で 2024 年について「長期円安局面の小休止になる」と述べた。小休止は日米金融政策差の縮小から期待できると論じた。しかし、その日米金融政策が事前の情報発信で少しずつ価格形成に織り込まれているのだとすれば、ドル/円相場で重要になるのは「円を売りたい人の方が多い」という需給構造である。この点について円高が期待できそうにないことは、執拗に主張してきた通りである。

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21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
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	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内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～進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目玉実効相場(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?