

みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 12 日)

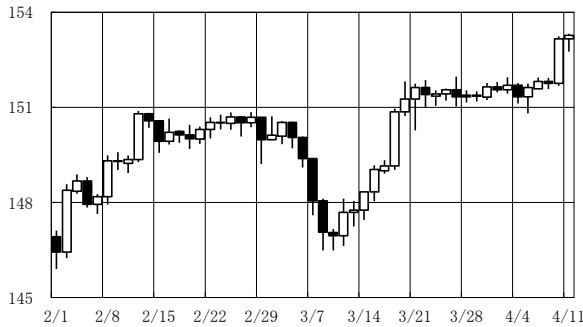
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:ECB 政策理事会を受けて～6 月利下げはほぼ既定路線へ～	

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/円は米3月消費者物価指数(CPI)の強い結果を受けて急伸し、年初来高値を大幅更新した。週初8日、151.68円でオープンしたドル/円は、米金利が上昇する中でじり高となったが、152円付近では政府・日銀による円買い介入への警戒感が根強く、終日151円台後半でもみ合い推移した。9日、ドル/円は翌日に米3月CPIの発表を控え様子見的な雰囲気の中で、151円台後半でじり高。海外時間は、日銀による24年度物価見通しの上方修正に関する観測報道を受けた円買いに加えて、米金利低下が重しとなり、一時週安値の151.58円まで反落した。10日、ドル/円は様子見ムードの中、151円台後半で小動き。海外時間は、米3月CPIの強い結果を受け、FRBの利下げ時期後ずれ観測の高まりからドル買いが加速した。米金利上昇と共に153.24円まで急伸し、34年ぶりの高値を付けた。11日、ドル/円は政府・日銀による介入警戒感から152円台後半まで軟化するも、その後は米金利上昇につれて153円台を回復した。海外時間は、米3月生産者物価指数(PPI)の下振れを受けた米金利低下を背景に153円を割り込む場面もあったが、米金利反発などを受け153.32円に反転上昇、年初来高値をさらに更新した。本日のドル/円は、引き続き153円台前半で取引されている。
 - ・ 今週のユーロ/ドルは週半ばに急落、軟調に推移した。週初8日、1.0828でオープンしユーロ/ドルは米金利上昇を受け小幅に軟化も、欧州株の堅調推移や独金利上昇が支援材料となり1.08台半ばまで反発した。9日、ユーロ/ドルは米金利低下に伴うドル売りが支援材料となり一時週高値となる1.0885まで上伸も、その後は欧州株の軟調推移や独金利低下が重しとなり、1.08台半ばまで反落した。10日、ユーロ/ドルは、米3月CPIの堅調な結果を背景とした米金利の急上昇が嫌気され、1.07台前半に急落した。11日、ユーロ/ドルは高水準で推移する米金利が重しとなる中で、次回6月会合での利下げを示唆するなど総じてハト派な内容となった4月ECB政策理事会を受けた独金利低下も相まって、一時週安値の1.0699まで続落した。本日のユーロ/ドルは、ユーロ売りの一服を受け、1.07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				
		4/5(Fri)	4/8(Mon)	4/9(Tue)	4/10(Wed)	4/11(Thu)	
ドル/円	東京9:00	151.30	151.68	151.84	151.77	152.96	
	High	151.75	151.94	151.94	153.24	153.32	
	Low	150.81	151.63	151.58	151.64	152.76	
	NY 17:00	151.64	151.84	151.78	153.19	153.29	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0836	1.0828	1.0863	1.0858	1.0740	
	High	1.0851	1.0862	1.0885	1.0866	1.0756	
	Low	1.0792	1.0821	1.0848	1.0729	1.0699	
	NY 17:00	1.0838	1.0860	1.0857	1.0742	1.0726	
ユーロ/円	東京9:00	163.95	164.25	164.92	164.76	164.30	
	High	164.44	164.53	165.15	165.00	164.67	
	Low	163.50	164.22	164.57	163.94	164.03	
	NY 17:00	164.33	164.50	164.78	164.49	164.40	
日経平均株価		38,992.08	39,347.04	39,773.13	39,581.81	39,442.63	
TOPIX		2,702.62	2,728.32	2,754.69	2,742.79	2,746.96	
NYダウ工業株30種平均		38,904.04	38,892.80	38,883.67	38,461.51	38,459.08	
NASDAQ		16,248.52	16,253.96	16,306.64	16,170.36	16,442.20	
日本10年債		0.77%	0.78%	0.78%	0.79%	0.85%	
米国10年債		4.40%	4.42%	4.36%	4.54%	4.58%	
原油価格(WTI)		86.91	86.43	85.23	86.21	85.02	
金(NY)		2,345.40	2,351.00	2,362.40	2,348.40	2,372.70	

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

- 国際通貨基金(IMF)と世界銀行は、15日(月)～20日(日)にかけ、春季年次総会を開催する。注目される世界経済見通し(WEO)は、16日(火)に公表予定となっている。前回1月のWEO改訂版においては、2024年の世界の実質GDP成長率予測を、昨年10月時点の+2.9%(前年比、以下同様)から+3.1%に引き上げている。タイトルに「ソフトランディングへの道開ける」との文言がある通り、楽観姿勢を強めた見通しになった。足許にかけても米景気を中心に予想以上に底堅く、ブルームバーグのエコノミスト調査においても、2024年の成長率予測はやや引き上がっている。IMFも、やや予測を強めてくる公算が大きいだろう。なお、16日(火)の見通し公表に先立ち、第2章が既に公表されている。タイトルは「金利高の勝者:住宅市場を通じて金融政策の効果を追跡する」とされている。具体的には、一部の国において政策金利上昇がそれほど経済を押さえつけられていない現状に関し、住宅市場の変容にその原因を求めている。そのうえで、金融政策の効果を国別に調査し、「固定金利での住宅金利が一般的ではない」「購入者がよりレバレッジを効かせている」「家計債務が高い」「住宅の供給が制約されている」などの場合は、より大きな影響がある、と説明した。日本でも、いくつかの項目が該当しており、もし仮に日銀が連続利上げを行うようであれば、影響は小さくはないと推察される。
- 本邦では、19日(金)に3月消費者物価指数(CPI)が公表予定。コアCPI(生鮮食品除く)に関し、前回2月の結果は+2.8%(前年比、以下同様)と市場予想と一致し、1月の+2.0%から伸びを大きく拡大させた。もっとも、これは政策効果(電気・ガス代負担軽減策)の剥落に伴う技術的要因が影響している。実際、エネルギー価格は▲12.1%から▲1.7%へ、下落幅を大きく縮小させている。エネルギー要因も除外したコアコアCPIは+3.2%となっており、市場予想の+3.3%および1月の+3.5%を下回っている。賃金を反映しやすいサービス価格も、+2.2%と1月から横ばいにとどまっており、基調的物価が上向いているとする根拠にはならないだろう。3月の結果に先立って公表された東京都区部の3月CPIは、コアで+2.4%と2月から伸びが鈍化した。サービス価格に関しても上振れの兆候は確認できておらず、現状のインフレ実績に鑑みれば、好循環を伴うかたちでの日銀による連続利上げは難しいと言わざるを得ない。なお、3月の結果(全国)に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースで+2.8%、コアベースで+2.7%と見込んでいた。

	本 邦	海 外
4月12日(金)	2月鉱工業生産(確報) 2月設備稼働率	- 独3月消費者物価指数(確報) - 米3月輸出/輸入物価指数 - 米4月ミシガン大学消費者マインド(速報)
15日(月)	2月コア機械受注	- ユーロ圏2月鉱工業生産 - IMF世銀 年次総会(20日まで) - 米4月NY連銀製造業景気指数 - 米3月小売売上高 - 米4月NAHB住宅市場指数
16日(火)	—————	- 独4月ZEW景気期待指数 - ユーロ圏2月貿易収支 - 米3月建設許可/住宅着工件数 - 米3月鉱工業生産 - 米3月設備稼働率
17日(水)	3月貿易収支	- ユーロ圏3月消費者物価指数(確報) - 米ページブック公表
18日(木)	2月第3次産業活動指数 3月工作機械受注(確報)	- ユーロ圏2月ECB経常収支 - 米3月中古住宅販売件数
19日(金)	3月消費者物価指数	独3月生産者物価指数

【当面の主要行事日程(2024年4月～)】

IMF 世銀・年次総会(4月15日～20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)

ECB 政策理事会(6月6日、7月18日、9月12日)

3. ECB 政策理事会を受けて～6 月利下げはほぼ既定路線へ～

利下げ条件の明記、6 月への確信？

昨日の ECB 政策理事会は 5 会合連続で現状維持を決定した。引き続き主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 4.5%、預金ファシリティ金利を 4.0%で据え置いた。今年 1 月会合から宣言されてきた通り、ECB は物価・賃金指標が十分把握できるようになる 5 月末までは基本的に動かないことをフォワードガイダンスのように織り込ませてきた。よって 3 月に続き 4 月の政策理事会が無風であったことについては予定通りであり、金融市場の反応が無風であったことも想定通りである。強いて言えば今回は声明文において挿入された以下の文章が、会合全体のハト派イメージを強めている：

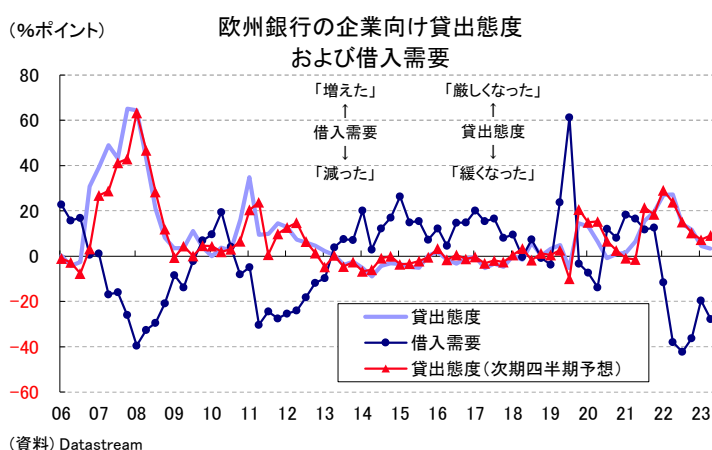
- **If the Governing Council's updated assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission were to further increase its confidence that inflation is converging to the target in a sustained manner, it would be appropriate to reduce the current level of monetary policy restriction.**

昨年来、ECB は政策金利の修正について①インフレ見通し、②インフレ基調、③金融政策の波及経路の頑健性といった 3 点を判断材料とすると述べてきた。上記の文章はそれを再確認する内容だが、利下げ条件として声明文でこれを発信したことは一歩前進と考えられる。過去の本欄でも議論した通り、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)はコアベースも含めて順調に鈍化しているため①や②について 6 月スタッフ見通しで確認すること自体、さほど不透明感は強くない。ちなみに総裁会見でラガルド ECB 総裁は 2～3 人のメンバー(a few members)は 4 月までに入手されたデータをもって利下げへの十分な確信を感じていたことを明らかにした。それでも確実に期して 6 月のデータを待つという大多数の意見に同意したわけだが、そうした内幕をわざわざ口にするあたりに 6 月利下げへの自信が見出せるように思えた。

金融政策の波及経路も問題なし

では③の金融政策の波及経路についてはどうか。これも進展が確認できている。

4 月会合を前に、ユーロ圏貸出態度調査(1～3 月期)も公表されている。利上げ効果の浸透度合いとして参考にされてきた借入需要に目をやれば前期までは 4 四半期連続でマイナス幅の縮小(すなわち借入需要の回復)が見られつつあったが、ここに来て 3 四半期ぶりに再びマイナス幅の拡大(すなわち借入需要の後退)が確認されている。一方、貸出態度も前期までは 4 四半期連続でプラス幅の縮小(すなわち貸出態度の緩和)が見られつつあったが、今回は 3 四半期ぶりに再びプラス幅の拡大(すなわち貸出態度の厳格化)へ振れている。まとめると、累次の利上げによる引き締め効果とそこからの立ち直りが確認されていたのが前期までの状況であったが、今期は再び利上げの

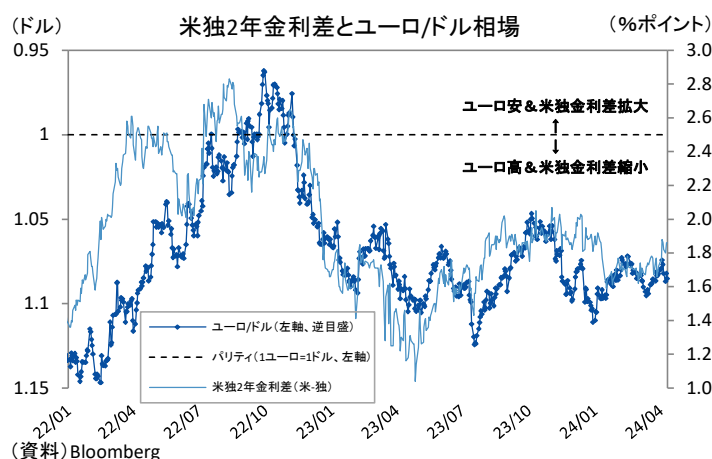


効果などから与信環境の弱まりが確認される状況にある。この状況に際し、景気のハードランディングを回避すべく利下げでデコ入れを図ろうという判断は合理的である。いずれにせよ金融政策の波及経路はECBの企図した通りに機能しており、③についても概ね問題なしという判断が想定される。

久しぶりにユーロ/ドル相場が崩れる目も？

繰り返しになるが3月に続き4月も現状維持という展開については予定調和であり、何の驚きもないものであった。だが、「その分、6月には何かやる」という期待が蓄積しているのも事実であり、そのための地均しのような動きも今回は確認された。4月および5月のHICPおよび域内妥結賃金の仕上がりが余程強いものでない限り、「ECBの利下げは既定路線」というのが市場予想の中心とならざるを得ない。片や、FRBについては「もはや6月どころか年内の利下げも厳しい」という思惑が浮上しており、結局、遅く利上げを始めたECBの方が早く利下げに至るという展開が予見される。ラガルド総裁も「ユーロ圏と米国ではインフレの性質が異なる」と述べ、財政政策への反応や消費や投資などにまつわる性質の違いなどを例に欧米のインフレ軌道が異なることについては認めている。

仮にECBの利下げが先行するような展開となれば、欧米金利差の膠着を前提に方向感に乏しい展開が予想されていたユーロ/ドル相場は久しぶりに大きく崩れる可能性がある。足許ではそこまでの織り込みが進んでいるわけではないが、消費者物価指数に関して言えば、「加速するFRB、鈍化するECB」というコントラストが鮮明になっており、欧米金融政策格差が今後テーマとして浮上するのには注目したい点だ。ちなみにサービス価格が依然として+4%近傍のインフレ率にあることを取り上げ、「それでも6月に利下げするつもりなのか」と質している記者が現れている。これは現在のECBウォッチでは最も重要な論点の1つと考えられる。この点、ラガルド総裁は「全ての項目が+2%に戻るまで待つつもりはない（we're not going to wait until everything goes back to 2%）」と明言しており、いくつかの項目において+2%超えの状況が残ってしまうことについては不可避（inevitable）だとも述べている。各種賃金トラッカーの動きなどから察するに域内の妥結賃金が前年比+4.5%程度の伸びに着地する未来は政策理事会も見えているはずだが、それを踏まえても尚、ここまで総裁が述べているあたりに、6月利下げシナリオの確度の高さを見出すべきなのだろう。日米欧三極の金融政策運営を踏まえると、ドル>ユーロ>円の強弱関係が年後半に定着しそうである。



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4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
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～繰り込んでも円安の怖さ～
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