

みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 17 日)

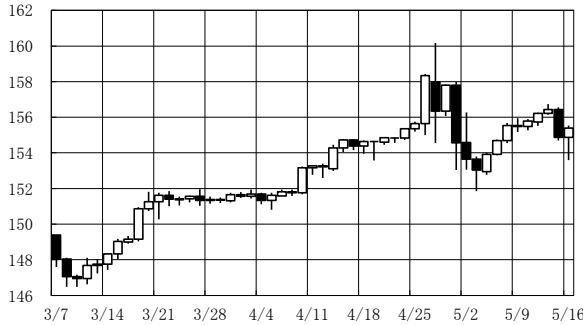
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～	

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/円は米経済指標の結果に振られながら上下動した。週初13日、155.85円でオープンしたドル/円は、日銀による5年超10年以下の国債買い入れオペ減額の発表を受け、155円台半ばまで急落する場面もあったが、総じて155円台後半で小動き。海外時間は、米金利低下と共に小幅に軟化も、米4月NY連銀消費者期待インフレ率の市場予想を上回る結果を受け、米金利が反転上昇し156円台に乗せた。14日、ドル/円は156円台前半でじり高。海外時間は、米4月生産者物価指数(PPI)の好調な結果を受け一時週高値の156.80円まで上昇したが、その後米金利低下に合わせ156円台半ばに値を戻した。15日、ドル/円は海外時間に米4月消費者物価指数(CPI)の公表を控えて様子見ムードの中で、米金利続落に合わせ156円台前半でじり安。海外時間は、米4月CPIや米4月小売売上高の弱い結果を背景に米金利が下げ幅を拡大しドル売りが加速、154円台後半まで続落した。16日、ドル/円は海外時間のドル売りの流れを引き継ぎ、一時週安値の153.60円まで下押し。海外時間は米金利が上昇に転じた上、米4月輸入物価指数の上振れやFRB高官のタカ派発言も合わさり、155円台を回復した。本日のドル/円は、引き続き155円台半ばで取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは週後半にかけて続伸し1.08台を回復、一時は1.09に迫った。週初13日、1.0770でオープンしたユーロ/ドルは、米金利低下が支援材料となり1.08台に乗せたが、NY時間には米インフレ期待統計の強い結果を受けた米金利反転が重しとなり、1.07台後半に値を下げた。14日、ユーロ/ドルは独5月ZEW景気期待指数の堅調な結果を横目に1.07台後半で小幅高。NY時間、米4月PPI発表後には瞬間的に1.07台半ばへ軟化したしたが、その後米金利が低下すると1.08台前半まで反発した。15日、ユーロ/ドルはユーロ圏3月鉱工業生産の市場予想を上回る結果に加え、複数の米経済指標の弱い結果を受けた米金利低下が支援材料となり、節目の1.09を目指し上昇した。16日、ユーロ/ドルは一時週高値の1.0895まで上伸したが、その後はECB高官のハト派な発言や米金利上昇が重しとなり、1.08台半ばに反落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.08台半ばで取引されている。

		前週末	今 週			
		5/10(Fri)	5/13(Mon)	5/14(Tue)	5/15(Wed)	5/16(Thu)
ドル/円	東京9:00	155.39	155.85	156.24	156.54	154.31
	High	155.90	156.26	156.80	156.55	155.53
	Low	155.27	155.50	156.18	154.70	153.60
	NY 17:00	155.79	156.24	156.45	154.89	155.40
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0781	1.0770	1.0791	1.0814	1.0888
	High	1.0791	1.0807	1.0825	1.0886	1.0895
	Low	1.0760	1.0766	1.0767	1.0814	1.0855
	NY 17:00	1.0771	1.0790	1.0820	1.0885	1.0867
ユーロ/円	東京9:00	167.56	167.96	168.60	169.25	168.09
	High	167.96	168.65	169.33	169.39	168.90
	Low	167.45	167.53	168.60	168.11	167.34
	NY 17:00	167.81	168.55	169.25	168.59	168.87
日経平均株価		38,229.11	38,179.46	38,356.06	38,385.73	38,920.26
TOPIX		2,728.21	2,724.08	2,730.95	2,730.88	2,737.54
NYダウ工業株30種平均		39,512.84	39,431.51	39,558.11	39,908.00	39,869.38
NASDAQ		16,340.87	16,388.24	16,511.18	16,742.39	16,698.32
日本10年債		0.91%	0.94%	0.96%	0.95%	0.92%
米国10年債		4.50%	4.49%	4.44%	4.34%	4.38%
原油価格(WTI)		78.26	79.12	78.02	78.63	79.23
金(NY)		2,375.00	2,343.00	2,359.90	2,394.90	2,385.50

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、22日(水)にFOMC議事要旨(5月会合分)が公表予定となっている。会合では、市場予想通り、FF金利の誘導目標を5.25～5.50%で据え置いた。6会合連続での政策金利据え置きである。声明文では、足許のデysinフレの遅れを受け、「ここ数か月間、物価目標に対するさらなる進展は見られない」との文言が追加された。パウエルFRB議長も、デysinフレの自信を深めるまでの期間に関し、「従来の想定より時間がかかりそうだ」と吐露している。会合を前に、一部のFRB高官が「利上げ再開」に言及したものの、パウエル議長会見では「利上げの可能性は低い」と明言され、インフレの粘着性に対する一手は利上げではなく利下げ見送りであることが概ね確約された状況にある。今回改めて挿入した文章を6月や7月に外すことは考えにくいことから、最速で9月の利下げ、といった予想は理にはかなっている。3月会合時点のドットチャートにおける年内3回の利下げ予測は難しくはなったものの、ハト派的に見れば、「9月に1回、12月に1回」というのが利下げに関する現時点での無難な想定だろう。

その他、経済指標では、22日(水)に4月中古住宅販売件数、23日(木)に米4月新築住宅販売件数と、住宅関連の重要指標が公表される。販売市場の大半を占める中古住宅販売件数は、昨年10月を境に底打ちしているものの、過去の水準に比べれば弱い推移が続いている。パウエル議長も5月FOMC後の会見で、「住宅や設備投資といった金利敏感支出が低迷している」と指摘している。全米抵当貸付銀行協会(MBA)が公表する30年物の住宅ローン固定金利を確認すると、年初以降明確に水準を切り上げており、足許では7.0%台に突入している。家賃高騰も収まっていない中、住宅環境は着実に米国の家計を蝕んでいると考えられる。なお、ブルームバーグの事前予想では、中古住宅販売件数を418万件、新築住宅販売件数を68万件と見込んでいる。
- 本邦では、24日(金)に4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3月の結果は+2.6%(前年比、以下同様)と市場予想の+2.7%および2月の+2.8%を下回った。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、エネルギー価格は▲1.7%から▲0.6%へ、下落幅を縮小させた。他方、エネルギー要因も除外したコアコアCPIは+2.9%となっており、こちらも市場予想の+3.0%および2月の+3.2%を下回っている。賃金を反映しやすいサービス価格も、+2.1%と5か月ぶりの低水準となっており、基調的物価が上向いているとする根拠にはならない。全国の結果に先立って公表された東京4月CPIは、高校授業料無償化の影響を受け伸びが大きく鈍化。もっとも、総務省はそうした特殊要因を除いたとしても、コアCPIは+2.1%としており、いずれにせよ弱い結果だ。日銀も、4月会合の展望レポートにおいて、コアコアCPIの見通しを24～25年度にかけて+1.9%で据え置いており、「第二の力」での+2.0%目標達成はなお難しいというのが実情だ。なお、4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+2.4%、コアベースで+2.2%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
5月17日(金)	_____	・ユーロ圏4月消費者物価指数(確報)
20日(月)	・第3次産業活動指数	_____
21日(火)	_____	・独4月生産者物価指数 ・ユーロ圏3月ECB経常収支 ・ユーロ圏3月貿易収支
22日(水)	・4月貿易収支 ・3月コア機械受注	・米4月中古住宅販売件数 ・米FOMC議事要旨(5月会合分)
23日(木)	・5月製造業/非製造業PMI(速報) ・4月工作機械受注(確報)	・ユーロ圏5月製造業/非製造業PMI(速報) ・ユーロ圏5月消費者信頼感(速報) ・米5月製造業/非製造業PMI(速報) ・米4月新築住宅販売件数
24日(金)	・4月消費者物価指数	・独1～3月期GDP(確報) ・米4月耐久財受注(速報) ・米5月ミシガン大学消費者マインド(確報)

【当面の主要行事日程(2024年6月～)】

ECB政策理事会(6月6日、7月18日、9月12日)

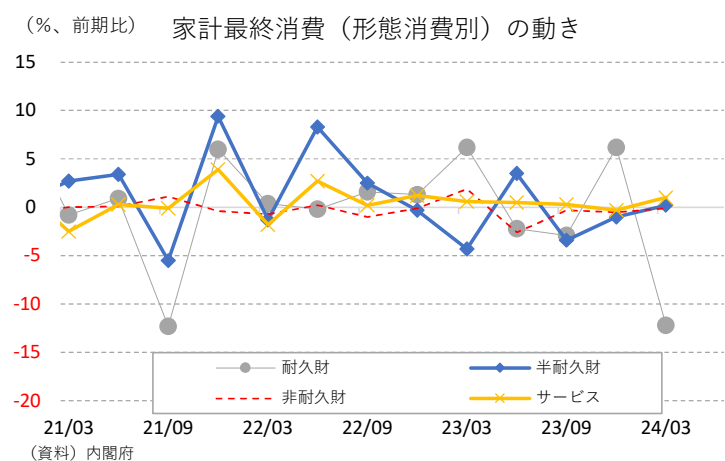
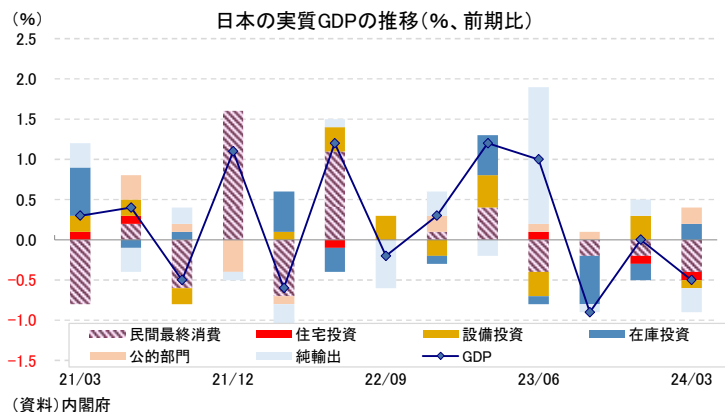
FOMC(6月11～12日、7月30～31日、9月17～18日)

日銀金融政策決定会合(6月13～14日、7月30～31日、9月19～20日)

3. 色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～

インフレ税で抑制される実質消費

昨日、公表された本邦 2024 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報）は前期比年率▲2.0%（前期比▲0.5%）と 2 四半期ぶりのマイナス成長に転じた。市場予想の中心もマイナス成長（前期比年率▲1.2%、前期比▲0.3%）であり、マイナスそれ自体は大きなサプライズではない（以下、全て前期比で議論）。既に 10～12 月期 GDP が公表された時から言われていたように、今年 1～3 月期は大手自動車メーカーの不正問題を受けて工場が操業停止に追い込まれていた期間と被っている。それゆえ輸送用機械を中心として設備投資が停滞していることはもちろん、生産が行われていない以上、「買いたくても買えない」という状況が発生しているため国内における耐久財消費並びに海外への自動車輸出も抑制されており、これらがマイナス成長に繋がっている（耐久消費財は▲12.2%）。需要項目別に見ると、▲0.5%のうち、民間最終消費が▲0.4%ポイントでマイ



ナス成長の主因である。個人消費は 4 期連続のマイナスであり、これは 14 年ぶりの出来事になる。円安発・輸入物価経由の一般物価上昇がインフレ税として家計部門の消費・投資意欲を削いでいる状況が透ける。もちろん、自動車生産停止にまつわる一時的な耐久財消費の停滞が寄与しているにしても（図・下）、家計最終消費が基調的に弱まっているという事実は疑いようがない。

内需・外需総崩れ

このほかの需要項目に目をやっても、上述したように自動車要因で設備投資も前期比▲0.8%、寄与度で見ても▲0.1%ポイントとマイナス寄与である一方、プラス寄与は民間在庫投資と能登半島地震に伴う公的部門の寄与（それぞれ+0.2%ポイント）だけだ。今期の民間最終需要は文字通り総崩れと表現して差し支えない。いや、そうした国内需要だけではなく外需を見ても、輸出入双方が大幅に減少した上で、輸出の落ち込みの方が相対的に大きかったことで寄与度が▲0.3%ポイントとマイナス寄与であった。総じてインフレによって見せかけの勢いが維持されているものの、内需・外需ともに良いところなし、が正確な総括になる。インバウンド消費（非居住者家計の直接購入）は+11.6%と前期の+31.1%から勢いを維持しているものの、前期が特殊要因で強かったこともあり、それだけでサービス輸出全体の増勢を確保することができず、▲8.0%と大きく減少している。なお、インバウンド消費についても高水準ながら、その勢いが削がれつつある傾向を指摘する声も出ており、そうなるとますます成長の柱を欠くことになる。

「第二の力」を確信するのは大分先

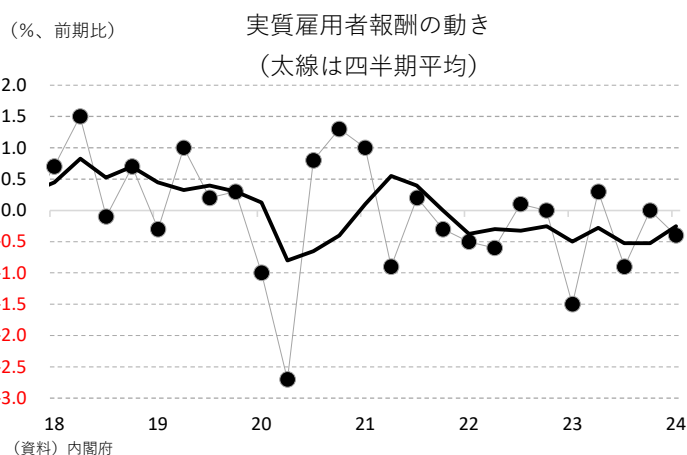
もちろん、1～3 月期の自動車生産停止にまつわる一時的な下振れは来期以降に収束するし、年央以降の実質賃金のプラス転化も徐々にコンセンサスと化している。家計最終消費が底打ちすること自体はある程度見えている展開でもある。とはいえ、2024 年 5 月分から 2025 年 4 月分までの電気料金には再生可能エネルギー発電促進賦課金が引き上げられ、ほぼ同じタイミング（2024 年 6 月以降）で電気・ガス価格激変緩和対策事業も打ち切りになることも見えている。さらに一時 160 円を突破した円安見合いの価格上昇分も今後のエネルギーコストに付加されてくるだろう。実質賃金のプラス転化はタイミング次第で視認することができるとしても、その力強さ、日銀の言葉を借りれば「第二の力」を確信するのは大分先になると考えるのが自然だろう。

金融市場の注目は日銀への影響

大手自動車メーカーの操業停止という一過性の下押し要因こそあったものの、円安発・輸入物価経由の一般物価上昇は家計部門の実質所得環境を蝕んでいる。右図に示すように、過去 2 年以上にわたって実質雇用者報酬は減速を強いられており、家計最終消費の弱さを裏付けている。円安がインフレ税の効果を強める構図が定着し、内需の弱さが露呈する状況下、6 月の日銀はどのような決断を下すだろうか。GDP が総崩れとなっている状況を額面通り捉え

れば、緩和環境の継続が正当化される。しかし、そもそも円安に由来している実質所得環境の悪化であり、その円安が低金利環境の結果だとすれば、緩和環境の修正が正当化される。

結局、「不況下の物価高」であるスタグフレーションに対して中央銀行はどのように対応すべきかという苦境にあるわけだが、物価目標に固執せず、淡々と正常化プロセスを進めるのが王道であろう。緩和・引き締めいずれに転んでも政治的には難しい決断になるが、政府・日銀の公式見解がどうであろうと今の日本経済をデフレと表現するのは難しい。眼前のマイナス成長に目を瞑ってでも、円金利の引き上げによって円安圧力の緩和を目指す政策運営を金融市場は期待するだろう。こうした中で迎える 6 月 14 日の日銀金融政策決定会合もライブミーティングであり、会合前の催促的な円売りと漏れ伝わってくる引き締め報道の挟まれて荒っぽい値動きが展開されるだろう。



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/escon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/escon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
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	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「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～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～)