

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 7 日)

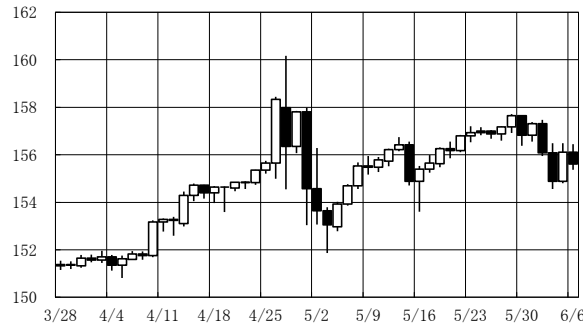
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:ECB 政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～	

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」)

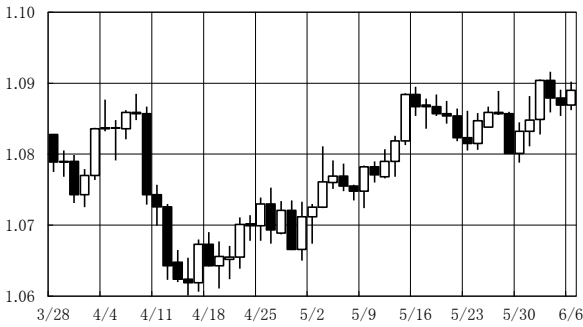
- 今週のドル/円は週前半に約3週間ぶりの安値圏まで下落も、その後は底堅く推移した。週初3日、157.20円でオープンしたドル/円は週高値の157.48円を付けた後、米金利低下に連れ安。海外時間は、米5月ISM製造業景気指数の軟調な結果に米金利がさらに水準を切り下げ、下げ幅を拡大し一時156円を割り込んだ。4日、ドル/円は156円台半ばまで小幅高も、株安が嫌気され上値重く推移。海外時間は、日銀による国債購入減額に関する観測報道や、米4月JOLT求人件数の冴えない結果が重しとなり、約3週間ぶりの安値となる154.55円に下落した。5日、ドル/円は押し目買いが下支えとなる中でじり高となり、156円を回復。海外時間は、米5月ADP雇用統計の軟調な結果に155円台後半まで下落も、米5月ISM非製造業景気指数が市場予想を上回り一時156円台半ばまで反発した。もっとも、引けにかけては米金利低下を受け156円台前半でじり安となった。6日、ドル/円は155円台前半まで軟化する場面もあったが、中村日銀審議委員による金融引き締めに慎重な発言を受けて概ね下に向って来い。海外時間は、米経済指標の結果や米金利動向に左右されながら上下動、156円を挟んでレンジ推移した。本日のドル/円は、155円台後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは米金利低下やECBの「タカ派な利下げ」が材料視され上昇した。週初3日、1.0853でオープンしたユーロ/ドルは、ユーロ圏5月製造業PMI(確報値)の弱い結果に週安値の1.0828まで軟化後、米金利低下が支援材料となり1.09台まで急伸した。4日、ユーロ/ドルは週高値の1.0916を付けた後、独金利低下や欧州株の軟調推移を背景に1.08台半ばに続落。その後、米経済指標の弱い結果が好感され、1.08台後半に反発した。5日、ユーロ/ドルはNY時間には米経済指標の強弱入り混じる結果を受け上下に振らされる場面もあったが、翌日にECB政策理事会を控える中、利下げ開始が意識されてか1.08台後半でじり安となった。6日、ユーロ/ドルはECB理事会が▲25bpの利下げを決定。ただ、声明文で追加利下げの示唆が無かったことや、インフレ見通しの引き上げがタカ派的と解釈され、瞬間的に1.09に乗せた。もっとも、その後は水準を戻し、1.08台後半で推移し引けた。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。

		前週末	今 週			
		5/31(Fri)	6/3(Mon)	6/4(Tue)	6/5(Wed)	6/6(Thu)
ドル/円	東京9:00	157.00	157.20	156.10	155.11	155.93
	High	157.37	157.48	156.48	156.48	156.44
	Low	156.56	155.95	154.55	154.83	155.35
	NY 17:00	157.25	156.04	154.91	156.11	155.66
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0831	1.0853	1.0908	1.0881	1.0875
	High	1.0882	1.0904	1.0916	1.0892	1.0902
	Low	1.0812	1.0828	1.0859	1.0855	1.0862
	NY 17:00	1.0847	1.0904	1.0879	1.0869	1.0890
ユーロ/円	東京9:00	170.07	170.58	170.25	168.87	169.47
	High	170.74	170.85	170.71	170.00	170.25
	Low	169.46	169.73	168.07	168.50	169.23
	NY 17:00	170.62	170.14	168.47	169.73	169.49
日経平均株価		38,487.90	38,923.03	38,837.46	38,490.17	38,703.51
TOPIX		2,772.49	2,798.07	2,787.48	2,748.22	2,757.23
NYダウ工業株30種平均		38,686.32	38,571.03	38,711.29	38,807.33	38,886.17
NASDAQ		16,735.02	16,828.67	16,857.05	17,187.91	17,173.12
日本10年債		1.07%	1.06%	1.03%	1.00%	0.96%
米国10年債		4.50%	4.39%	4.33%	4.28%	4.29%
原油価格(WTI)		76.99	74.22	73.25	74.07	75.55
金(NY)		2,345.80	2,369.30	2,347.40	2,375.50	2,390.90

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、11日(火)～12日(水)にFOMCが開催される。前回4～5月のFOMC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。声明文では、足許のディスインフレの遅れを受け、「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、ディスイン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。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。今回合会では、声明文における物価認識に変更があるかに加え、ドットチャートの更新で年内何回の利下げが示唆されるかが最も注目を集めることになる。3月会合時点では中央値は3回の利下げを示していたが、それが1回になるのか、あるいは2回になるのかで、市場の反応は大きく異なることが見込まれる。

また、12日(水)には米5月消費者物価指数(CPI)が公表される。4月は+3.4%(前年比、以下同様)と市場予想に一致し、3月の+3.5%から伸びが鈍化した。また、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは、+3.6%とこちらも市場予想と一致、3月の+3.8%から減速した。非コア項目では、エネルギー価格が+2.6%と前月に続きプラス寄与となった。他方コア項目では、コア財価格が▲1.3%と4か月連続でマイナス寄与となった一方、コアサービス価格は+5.3%と高水準での推移を継続している。全体的に見ても、ディスインフレは不十分との評価が妥当だろう。なお、5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+3.4%、コアベースで+3.5%と見込んでいる。
- 本邦では、13日(木)～14日(金)に日銀金融政策決定会合が行われる。前回4月会合では、金融政策の現状維持を決定した。一部では長期国債の買い入れに関し減額を示唆するとの観測報道もあったが、文字通り「無風会合」となった。声明文では長期国債買い入れ方針に関する文言が大幅に簡素化された。やはり、植田日銀総裁としては、量的緩和政策は「通常の金融政策」ではなく、短期金利の設定といった「普通の金融政策」をやっていく、ということだろう。以降、足許にかけては、日銀正副総裁より緩やかな利上げを既定路線とするかのような情報発信も見られており、円安が実質所得環境を大きく毀損していることも明白な以上、利上げ路線そのものは確かなのだろう。ただし、結局それは通貨政策以外の何物でもなく、円安局面を根本的に反転させるのは力不足と言わざるを得ないだろう。今回合会での利上げ実施は基本線ではないが、長期国債の買い入れ方針に関しては変更が加えられる可能性が十分にある。

	本 邦	海 外
6月7日(金)	・4月家計支出 ・4月景気動向指数(速報)	・独4月鉱工業生産 ・独4月貿易収支 ・ユーロ圏1～3月期GDP(確報) ・米5月雇用統計
10日(月)	・1～3月期GDP(速報) ・4月国際収支 ・5月景気ウォッチャー調査	・ユーロ圏6月センチックス投資家信頼感
11日(火)	・5月工作機械受注(速報)	・米5月NFIB中小企業楽観指数 ・米FOMC(12日まで)
12日(水)	・5月国内企業物価指数	・独5月消費者物価指数(確報) ・米5月消費者物価指数 ・パウエルFRB議長会見
13日(木)	・日銀金融政策決定会合(14日まで)	・ユーロ圏4月鉱工業生産 ・米5月生産者物価指数
14日(金)	・4月鉱工業生産(速報) ・4月設備稼働率 ・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏4月貿易収支 ・米5月輸出/輸入物価指数 ・米6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6月～)】

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)
 ECB政策理事会(7月18日、9月12日、10月17日)
 ジャクソンホール経済シンポジウム(8月22～24日)

3. ECB 政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～

利下げ局面入りの宣言

ECB は昨日開催された政策理事会で、主要政策金利を▲25bp 引き下げることを決定した。利下げは2019年9月以来、4年9か月ぶりとなる。既にスイスやスウェーデンなど先進国中銀の利下げプロセスが始まっているが、ECB もこれに加わった格好である。預金ファシリティ金利は4.00%から3.75%へ、主要リファイナンスオペ金利は4.50%から4.25%へ、限界ファシリティ金利は4.75%から4.50%へ引き下げられる。本欄でも再三述べてきた点だが、最初の記者からは「利下げのコミットが早過ぎたのではないのか」という指摘があった。これについてラガルド ECB 総裁は質疑応答の中で、「先行きにおける全体的な我々の自信 (overall our confidence in the path ahead)」が過去数か月で高まったゆえに利下げに踏み切ったと断じており、結果としてフォワードルッキングに情報発信してきたことの正しさを強調している。もちろん、今後に関してはデータ次第である旨を添えているが、利下げ局面 (the dialling-back phase) に入った可能性について「可能性は高い (There's a strong likelihood)」と言及している。ペースはどうあれ「次の一手」が利下げであることは陰に陽に会見を通じて認められたと言える。

利下げペースは？

注目の利下げペースに関しては、下馬評通り、スタッフ見通しが改定される会合 (projection round meetings of the Governing Council) が適しているのかという質問が見られている。ラガルド総裁は「それだけとは限らない」と言質を与えていないものの、現実問題として「多くの情報が入手可能になったから利下げした。今後の決断にも多くの情報が必要」といった趣旨を連呼している以上、3・6・9・12月が政策修正のタイミングとして選ばれやすいのは間違いないだろう。もっとも、今回の ECB スタッフ見通しを見る限り（下図）、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は2026年に入らないと2%近傍には落ち着いてこない。そうした中、3・6・9・12月という刻みで順当な利下げが可能なのかは相当に疑わしいようにも思える。現に、声明文の中では「We will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim」と政策金利の高止まりを正当化するような表現も見られており、最も多くても3か月に1回というのが ECB の利下げペースと受け止めておけば良いだろう。これは9月以降

の利下げ着手を織り込むFRBと大差ない軌道であり、それゆえに欧米金利差に沿ってユーロ/ドル相場も膠着感を強めている印象がある。今回の会見はタカ・ハト両面のバランスを取った印象が強かったものの、域内金利やユーロ相場の反応を見る限り、どちらかと言えばタカ派と受け止める向きは多そうである。

ECBのスタッフ見通し(2024年6月)

	2023	2024	2025	2026
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2024年3月)	5.4 5.4	2.5 2.3	2.2 2	1.9 1.9
コアHICP (前回:2024年3月)	4.9 4.9	2.8 2.6	2.2 2.1	2 2
実質GDP (前回:2024年3月)	0.6 0.5	0.9 0.6	1.4 1.5	1.6 1.6

(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

試される ECB の賃金想定

当然予見された反応ではあるが、記者会見では「賃金が過去最高にまで加速しているのに利下げを行った理由を説明して欲しい」と質す記者が現れている。同じ記者はかなり踏み込んでおり、「ECB は年後半の賃金低下を予測しているが、追加利下げに際してはその低下を確認する必要があるのか」と重ねてい

る。これに対し、ラガルド総裁は「利下げを下す前に deflation のリズムを確認することを期待していた」と認めた上で、最近の賃金の騰勢がドイツを筆頭とする一部の国の一時的要因（2021～23年に失われた購買力を取り戻すための一時的な協定）であり、2025年以降に持続性を持つような要因ではないとの分析に言及している。よって、「2024年末に向けて賃金の下がり、2025年には賃金が大幅に下がる」というのが ECB のメインシナリオであり、だからこそ利下げ軌道に入ったことは正しいという基本姿勢を示している。この点は1～3月期妥結賃金と同時公表された ECB ブログにおけるスタッフ分析をなぞったコメントであり、過去の本欄でも見たように、これ自体に説得力はある。いずれにせよ ECB は今後の賃金低下にかなりの自信を持っており、今後は毎月発表される HICP のサービス部分や求人広告の賃金、および3か月に1度公表される妥結賃金、そして年後半に公表開始が予告されている ECB 賃金トラッカーなどを踏まえながら、ECB の仮定を検証する作業がそのまま ECB ウォッチの確度を高めることに繋がっていきそうである。それにしても、ECB や FRB が「データ次第」を連呼することで市場が適時適切な織り込みを勝手に進めてくれるという展開を上手く活かしている一方、為替市場の動向に応じて情報発信を調整している感もある日銀の慌ただしさがどうしても目に付いてしまう。金融政策運営が為替市場に注目されてしまった中銀の難しさを感じざるを得ない。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	取えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場を考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版（色濃くなるスタグフレーションの様相～弱屈になる日銀の政策環境～）
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」と円相場の予想パスについて
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～少なくともドル/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～独歩安が始まった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」になった円へ～）
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～