

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 21 日)

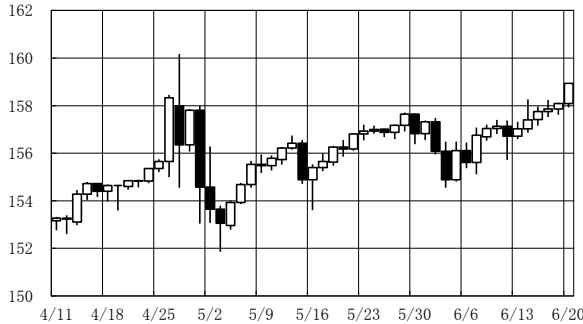
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: 欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～	

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」)

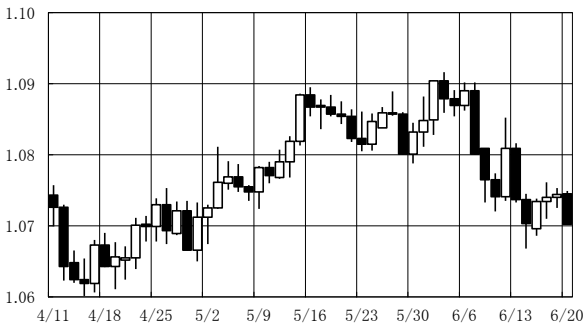
- 今週のドル/円は約1か月半ぶりの高値圏水準に上昇した。週初17日、157.52円でオープンしたドル/円は日本株の下落を背景に、リスク回避の動きから一時週安値の157.15円まで軟化。海外時間は、米金利が上昇する中で、米6月NY連銀製造業景気指数の良好な結果に、157円台後半に上昇した。18日、ドル/円は植田日銀総裁の7月利上げの可能性に言及した国会答弁を受け、一時157円台半ばにじり安。海外時間は、米金利上昇に連れ158円台前半まで上伸後、米5月小売売上高の弱い結果を受け米金利が低下に転じ、157円台半ばに値を下げた。19日、ドル/円は新規材料に欠ける中、157円台後半でレンジ推移。海外時間は、米国市場が休場で薄商いの中で、158円台前半にじり高推移した。20日、ドル/円は米金利上昇を受け、158円台前半でじり高。海外時間は、複数の米経済指標の軟調な結果を受け一時的に軟化する場面もあったが、FRB高官によるタカ派な発言が材料視されてか米金利が上昇し、約1か月半ぶりの高値圏水準まで上値を伸ばし、159円に迫った。本日のドル/円は、週高値を更新しながら取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは1.07台で方向感に欠ける値動きとなった。週初17日、1.0703でオープンしたユーロ/ドルは、米金利上昇が重しとなり一時週安値の1.0687まで値を下げるも、フランスを巡る政局不安の緩和からここもと軟調推移していた欧州株が持ち直し、それに連れる格好で1.07台前半に反発した。18日、ユーロ/ドルは米金利上昇に押されじり安となったが、その後は米経済指標の冴えない結果を受けた米金利低下が支援材料となり、一時週高値の1.0761まで上昇した。19日、ユーロ/ドルはEU各国における財政赤字への懸念が台頭し若干値を下げる場面もあったが、米国休場で市場参加者が少ない環境下で、一日を通して1.07台前半～半ばでレンジ推移した。20日、ユーロ/ドルは米金利上昇が重しとなったことに加え、スイス中銀による利下げ決定を受けたスイスフラン安が波及し、1.07台前半にじり安となった。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.07台前半で取引されている。

		前週末	今 週				
		6/14(Fri)	6/17(Mon)	6/18(Tue)	6/19(Wed)	6/20(Thu)	
ドル/円	東京9:00	157.12	157.52	157.69	157.91	157.96	
	High	158.25	157.95	158.22	158.14	158.95	
	Low	156.80	157.15	157.53	157.61	157.80	
	NY 17:00	157.46	157.72	157.88	158.08	158.95	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0737	1.0703	1.0740	1.0739	1.0747	
	High	1.0745	1.0737	1.0761	1.0753	1.0749	
	Low	1.0668	1.0687	1.0710	1.0725	1.0702	
	NY 17:00	1.0707	1.0735	1.0740	1.0744	1.0702	
ユーロ/円	東京9:00	168.76	168.52	169.36	169.53	169.75	
	High	169.79	169.33	169.91	169.83	170.31	
	Low	167.56	168.00	168.98	169.17	169.64	
	NY 17:00	168.57	169.30	169.49	169.83	170.08	
日経平均株価		38,814.56	38,102.44	38,482.11	38,570.76	38,633.02	
TOPIX		2,746.61	2,700.01	2,715.76	2,728.64	2,725.54	
NYダウ工業株30種平均		38,589.16	38,778.10	38,834.86	-	39,134.76	
NASDAQ		17,688.88	17,857.02	17,862.23	-	17,721.59	
日本10年債		0.93%	0.93%	0.94%	0.93%	0.95%	
米国10年債		4.22%	4.28%	4.22%	-	4.26%	
原油価格(WTI)		78.45	79.72	80.71	-	81.29	
金(NY)		2,349.10	2,329.00	2,346.90	-	2,369.00	

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(金)には5月個人消費支出(PCE)デフレーターが公表予定となっている。前回4月の結果は、総合ベースでは+2.7%(前年比、以下同様)と市場予想および3月と一致した。また、コアベースでも、+2.8%と市場予想および3月と同じであった。年初以降、特にコアに関しては再加速傾向にあり、インフレ再燃が不安視されていたが、4月の結果はいったんその向きを後退させる内容となっている。FRBが重視する居住費除くコアサービス価格は、ブルームバーグの試算によれば+3.43%と3月から伸びを鈍化させている。前月比ではより明確に減速しており、+0.42%から+0.27%へ変化した。このような結果に続き、5月の消費者物価指数(CPI)も全体的に弱めの結果となっており、4～5月FOMC以後で確認すると、FRBに対する利下げ期待は再度盛り返しつつある。もっとも、6月FOMCにおいては、スタフ経済見通しにおいてインフレ見通しが上方修正されており、更新されたドットチャートの中身と合わせて考えても、FRBが急速に利下げに向かう公算は大きくはないだろう。引き続き、雇用と物価の各種統計に一喜一憂する時間帯が続きそうだ。なお、ブルームバーグの事前予想では、5月の結果に関し総合ベースで+2.6%、コアベースで+2.6%と見込んでいる。
- 本邦では、24日(月)に日銀金融政策決定会合の主な意見(6月会合分)が発表される予定だ。6月会合では、政策金利の誘導目標の据え置きを決定した。事前報道などで注目を集めた長期国債の買い入れに関しては、量的引き締め(QT)は方針自体が決定されたが、具体的な金額や時間軸は次回7月会合で詰めるという情報発信にとどまった。日銀が能動的に出せるカードが多くはない中、予告型の運営で時間を稼ぐという一手は賢明だろう。もちろん、植田日銀総裁が言うように、「望ましい国債保有残高とか(それに対応する)超過準備の水準に到達するまでにはかなりの時間がかかる」というのが実情であり、時間稼ぎの意図はなかったように思える。差し迫った問題としては、7月会合の期待値が上がってしまったという事実は無視できない。内田副総裁による「This is different」講演以降、7月は「展望レポートと共に利上げ」という予想が強まっていた。それを合わせ見れば、7月会合で「失望の円売り」を回避するためには「利上げ」と「『相応の規模』の輪番減額」の2つが求められる。主な意見では、今後の利上げの根拠になるであろう、足許の賃金・物価情勢に関する各政策委員の認識に関し、決定に反対票を投じた中村審議委員の意見も含め確認したい。

	本 邦	海 外
6月21日(金)	・5月消費者物価指数 ・6月製造業/非製造業PMI(速報)	・ユーロ圏6月製造業/非製造業PMI(速報) ・米6月製造業/非製造業PMI(速報) ・米5月中古住宅販売件数
24日(月)	・日銀金融政策決定会合 主な意見(6月会合分)	・独6月IFO企業景況感指数
25日(火)	・5月企業向けサービス価格指数 ・4月景気動向指数(確報) ・5月工作機械受注(確報)	・米4月FHFA住宅価格指数 ・米6月コンファレンスボード消費者信頼感
26日(水)	—————	・独7月GfK消費者信頼感 ・米5月新築住宅販売件数
27日(木)	・5月小売売上高 ・1～3月期資金循環統計	・ユーロ圏6月消費者信頼感(確報) ・米1～3月期GDP(確報) ・米5月卸売在庫(速報) ・米5月耐久財受注(速報) ・米5月中古住宅販売仮契約
28日(金)	・5月失業率/有効求人倍率 ・6月東京消費者物価指数 ・5月鉱工業生産(速報) ・5月住宅着工件数	・米5月個人所得/支出 ・米5月個人消費支出デフレーター ・米6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7月～)】

ECB政策理事会(7月18日、9月12日、10月17日)

日銀金融政策決定会合(7月30～31日、9月19～20日、10月30～31日)

FOMC(7月30～31日、9月17～18日、11月6～7日)

ジャクソンホール経済シンポジウム(8月22～24日)

3. 欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～

7 か国に勧告、原則のおさらい

19 日、欧州委員会はフランスとイタリアなど加盟 7 か国（フランス、イタリア、ベルギー、スロバキア、マルタ、ポーランド、ハンガリー）が域内の財政規則を超える財政赤字を抱えていることから、是正措置である過剰財政赤字手続き（EDP: Excessive Deficit Procedure）の開始を欧州理事会に勧告した。拡張財政路線を主張するフランスの極右政党・国民連合（RN）が議会を掌握する展開が視野に入中、金融市場としては無視できない問題に発展する恐れがある。

パンデミックや戦争を受けて適用が一時停止されていた EU の財政規則は、2024 年から運用が再開される。ちなみに EU の財政規則は 2020 年より見直しの議論が進められ、昨年 12 月に合意、今年 4 月から新規則が発効している。今回の措置は新規則の下では初ということになる。かつては日常茶飯事であったが、多くの市場参加者にとって久しぶりの事態であるため、簡単に新旧の規則をおさらいしておきたい。まず、規則の原則自体は大きく変わっていない。大まかに原則のおさらいをしておくと、①マーストリヒト基準（一般政府財政収支対 GDP 比▲3%、債務残高対 GDP 比 60%）に則り、②欧州セメスターにおいて欧州委員会が加盟国の予算や中期財政運営を審査・評価した上で、③規則からの逸脱が認識されれば EDP の開始を勧告するという 3 段階が設定されている。基本的に市場は①に注目するところだ。欧州セメスターとは端的に「1～6 月」を指しており、加盟国が翌年度の予算編成に取りかかる 7 月に入る前に欧州委員会が加盟国の政策を精査し、勧告するという手続き全体を指している（要するに EU の意向を各国の予算編成に反映させるための期間と言えるが、その拘束力は強くない）。

今回は欧州セメスター終了のタイミングで EDP の開始を求められる加盟国が 7 か国存在したという判断になる（厳密に言えば、②における中期財政運営は秋に提出されたりするゆえ、全てが 1～6 月の判断材料になるわけではない）。

緩和された規則でも違反という建付け

では新規則の修正点は何か。全てを説明すると極めて微細ゆえ、ラフに説明する¹。最も重要な点は各加盟国のオーナーシップ（端的には裁量余地）を強化し、債務削減の進捗について柔軟性を認める方向に舵が切られている点と言える。例えば、4 年間の中期財政構造計画（Medium Term fiscal structural plan）に沿った純支出（政府歳出から利払費等を除いたもの）を基準とすることが定められている。つまり、各国が用意した中期計画の枠内であれば、欧州委員会との合意がある限りにおいて、債務削減が進む年もあれば、進まない年もあるという建付けが認められている。さらに EU の優先課題（グリーン関連など）に関する改革や投資を行う際には計画期間が最大 7 年間まで延長可能という特例もある（なお、利払い費を除く純支出ベースが基準とされたのはフランスの強い希望として知られる）。もちろん、計画は加盟国ごとに異なるため、これまでのような財政規則の一律適用が封印されたという点がポイントになる。

一方、政府債務残高が仮にマーストリヒト基準（GDP 比 60%）を超えた場合、これまでは超過分の 5% ずつを毎年削減させることを義務付ける「20 分の 1 ルール」が存在した。これは新規則では撤廃されている。代わりに「債務残高 90% 以上は GDP 比 1% ずつ、60～90% は同 0.5% ずつを毎年削減」という新しいルールが導入されている（これはドイツの意向が強いことで知られる）。

今回はこうした加盟国の裁量を認める制度変更に加え、戦時中であること（≡ウクライナ情勢）も踏ま

¹ 財政制度等審議会 財政制度分科会海外調査報告（英国、EU、ドイツ）2024 年 4 月 4 日

えた防衛費増加も EDP 判定にあたって斟酌されており、純支出が政府計画から逸脱していることにも幅が認められている。それでも尚、違反と判定されたのが上述の 7 か国という整理になる。

今後起きること

今後の手続き上の展開はどうなるのか。EDP 手続きの対象となった加盟国では財政赤字から景気循環要因および一時的要因を取り除いた構造的財政収支（対 GDP 比）について、年間 0.5%に相当する財政再建が求められる（2025～27 年は利払費の増加分を計算から除外）。厳密には必要とされる財政再建の幅は欧州委員会から提示することになっている。なお、欧州委員会の発表文書²によれば、加盟国は 9 月 20 日までに中期構造改革計画の第 1 回案を提出する必要がある（欧州委員会との合意があれば合理的な期間に限って延長可能との付記あり）。その後、10 月 15 日を期限として 2025 年予算案を欧州委員会に提出し、ここで合意が取れたものを自国の国会に提出するという手続きが控えている（「10 月 15 日」は必ず毎年決められた期限で今年に限った日付ではない）。EDP 手続きに入っても尚、事態の改善が見られない場合は最大で名目 GDP 対比 0.05%の罰金が科され、効果的な措置が採られるまで 6 か月毎に累積加算されることになっている。秋口にかけての各国予算編成が市場の注目する時間帯になるだろう。

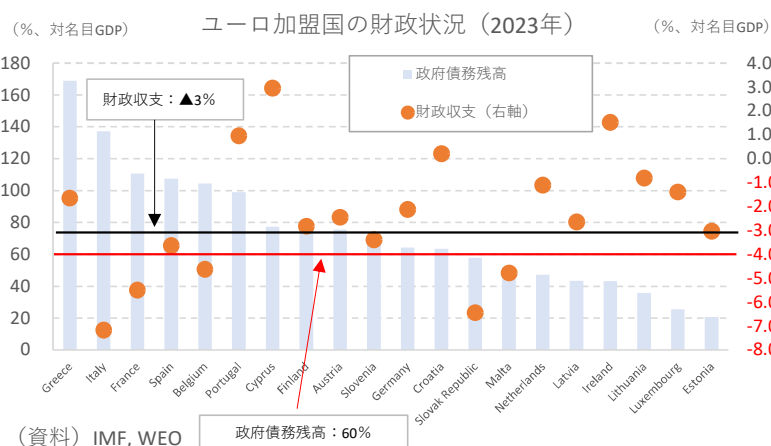
フランス極右政党 vs. 欧州委員会

ここまでは手続き上、決められている展開だが、問題は現状の政局不安と相まって事態が混迷を深めるリスクがあることだ。今回、勧告対象となった加盟国の財政状態が芳しくないことは知られていたことであり、その点にサプライズはない。だが、現状は欧州議会選挙で極右勢力が躍進し、これを受けてフランス国民議会が電撃的に解散総選挙に至るという事態が発生している。こうした状況下、既に極右政党が政権を持つイタリアは元より、来月の総選挙を経て誕生するだろう極右政党に議会を押さええらえるフランスのリアクションが懸念される。具体的には欧州委員会との対立構図を市場は注目することになる。

フランスの 2023 年の財政赤字（対

名目 GDP 比）は▲5.5%でイタリア、スロバキアに次ぐ 3 番目の大きさ、政府債務残高は 110.6%で、欧州債務問題の常連であるギリシャ、イタリアに次ぐ大きさとなる。マーストリヒト基準からは大きく逸脱している。前者の▲5.5%は政府計画では▲4.9%だったもので、そもそも違反している状態からさらに逸脱したことで今年 5 月末には米大手格付け会社が同国格付けを

AA から AA マイナスへ引き下げたという経緯がある。その上で、総選挙で第一党になることが見込まれる極右政党・国民連合（RN）や統一会派を組む極左政党は拡張財政路線という点で一致しており、付加



² European Commission, REPORT FROM THE COMMISSION Belgium, Czechia, Estonia, Spain, France, Italy, Hungary, Malta, Poland, Slovenia, Slovakia and Finland Report prepared in accordance with Article 126(3) of the Treaty on the Functioning of the European Union, 19.6.2024

価値税の撤廃や年金改革の棚上げ（支給開始年齢引き上げや支給金額自体の引き上げなど）が主張されている。親 EU 派のマクロン仏大統領との対立は元より、欧州委員会を挑発するような政策運営が格付けの不安定化を招き、利回りを通じて域内金融市場を混乱にたらしめるコースが懸念される状況と言える。もちろん、EU との対立を避け、現実路線に努めてきた極右政党であるメローニ首相率いるイタリアも EDP 手続きを履行するのかが注目される。政治日程に照らせば、概ね年内は欧州の政治リスクが金融市場で断続的に意識される展開が予想され、ユーロ相場にとっては想定外の重しになりそうである。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
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	敢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～ユーロ相場の考え方～
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資金と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～窮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」と円相場の予想バスのについて
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」が「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	対内直接のキーワードは「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～「異例の賃上げムード」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」がキープレーズ～)
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～