

みずほマーケット・トピック(2024 年 7 月 12 日)

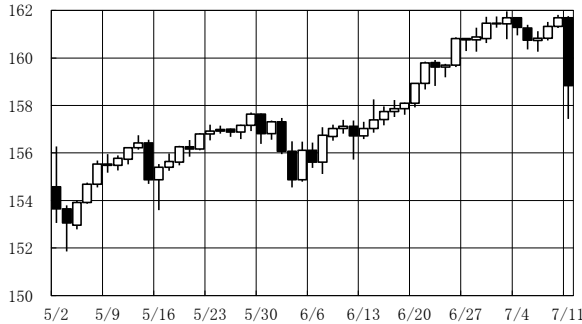
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: 金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～	

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」)

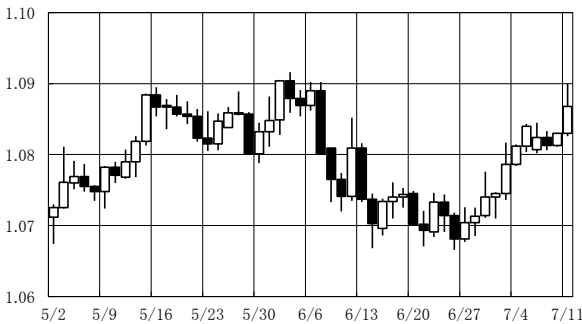
- 今週のドル/円は米物価統計の下振れを受け、約1か月ぶりの安値まで急落した。週初8日、160.64円でオープンしたドル/円は先週末からのドル売り地合いが継続し、一時160円台前半に軟化。海外時間は、翌日以降に重要イベントを控えて様子見の中、米金利動向に合わせ上下動し一旦は161円台に乗せる場面もあったが、その後は160円台後半で方向感なく推移した。9日、ドル/円は日本株の堅調推移を横目に161円台前半にじり高。海外時間は、パウエルFRB議長の議会証言では「労働市場は強いが過熱していない」などハト派的な発言もあったが、具体的な利下げ時期は示されなかったことで米金利が上昇、161円台半ばに続伸した。10日、ドル/円は新規材料が無い中、161円台半ばでもみ合い推移。海外時間は、米株の堅調推移に連れる格好で、一時週高値の161.81円まで上伸した。11日、ドル/円は161円台半ばでのレンジ推移が継続。海外時間は、米6月消費者物価指数(CPI)の結果が予想を下回り、FRBによる早期利下げ観測が再燃。米金利低下を共にドル/円は約1か月ぶりの安値となる157.40円に急落した。その後は持ち直し、159円手前で引けた。本日のドル/円は、「日銀が対ユーロでレートチェック実施」との報道もあり、円買い介入への警戒感がくすぶる中、158円台を中心とした荒い値動きとなっている。
- 今週のユーロ/ドルは、米物価統計の弱い結果を受けて上昇した。週初8日、ユーロ/ドルは7日に投開票された仏下院選決選投票の予想外の結果を受け、仏政局を巡る不透明感から、1.0827にギャップダウンしてオープン。1.08付近にじり安となったが、その後は欧州株高を好感し1.08台半ばに反発した。9日、ユーロ/ドルは欧州株安や米金利上昇が重しとなり、1.08台前半でじり安推移した。10日、ユーロ/ドルは特段の材料がない中、米金利低下に伴うドル売りや欧州株価の堅調推移を好感し、1.08台前半で小幅高となった。11日、ユーロ/ドルは米6月CPIの冴えない結果に一時週高値の1.0900まで急伸した後、米金利の低下幅縮小を受け、1.08台半ばに値を戻した。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。

		前週末	今 週				
		7/5(Fri)	7/8(Mon)	7/9(Tue)	7/10(Wed)	7/11(Thu)	
ドル/円	東京9:00	161.38	160.64	160.85	161.32	161.59	
	High	161.39	161.11	161.52	161.81	161.76	
	Low	160.34	160.27	160.74	161.27	157.40	
	NY 17:00	160.82	160.84	161.32	161.68	158.88	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0811	1.0827	1.0831	1.0815	1.0833	
	High	1.0842	1.0845	1.0833	1.0831	1.0900	
	Low	1.0796	1.0792	1.0806	1.0811	1.0831	
	NY 17:00	1.0835	1.0824	1.0814	1.0831	1.0867	
ユーロ/円	東京9:00	174.28	173.95	174.24	174.58	175.09	
	High	174.50	173.96	174.59	175.15	175.42	
	Low	173.74	173.55	174.03	174.47	171.55	
	NY 17:00	174.25	174.06	174.44	175.14	172.62	
日経平均株価		40,912.37	40,780.70	41,580.17	41,831.99	42,224.02	
TOPIX		2,884.18	2,867.61	2,895.55	2,909.20	2,929.17	
NYダウ工業株30種平均		39,375.87	39,344.79	39,291.97	39,721.36	39,753.75	
NASDAQ		18,352.76	18,403.74	18,429.29	18,647.45	18,283.41	
日本10年債		1.07%	1.08%	1.07%	1.08%	1.08%	
米国10年債		4.28%	4.28%	4.30%	4.28%	4.21%	
原油価格(WTI)		83.16	82.33	81.41	82.10	82.62	
金(NY)		2,397.70	2,363.50	2,367.90	2,379.70	2,421.90	

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

- 欧州では、18日(木)にECB政策理事会が開催される。前回6月会合では、市場予想通り▲25bpの利下げを実施。利下げ実施は4年9か月ぶり。声明文では、4月会合に引き続き「データ次第」かつ「会合ごと」のアプローチに従う方針が示されたほか、「特定の金利の道筋をあらかじめ約束しない」との文言が維持された。記者会見では、最初の記者から「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。これにつきラガルド ECB 総裁は、「先行きにおける全体的な我々の自信」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た。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、利下げ局面に入った可能性につき「可能性は高い」と言及した。ペースはどうあれ「次の一手」が利下げであることは確認できた。

もっとも、4日に公表された同会合の議事要旨は、ややタカ派な仕上がりになった。具体的には、利下げに異論を唱えたメンバーに関し、ホルツマン・オーストリア中銀総裁だけではなかったことが明らかにされている。当初現状維持を主張したメンバーは、ホルツマン氏以外は結果として利下げ票を投じたわけではあるが、6月利下げに関し予め確約しすぎたという後悔も感じ取れる。実際、議事要旨においては、2026年におけるインフレ見通しの据え置きに関し、エネルギーと食料品価格の下落を前提としているが、それは極めて不確実である、と指摘している。ECB高官の発言を確認する限り、おおむね四半期に1回の利下げが支持されそうではあるが、7月会合ではその道筋に変化がなさそうかに注目したい。
- 本邦では、19日(金)に5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5月の結果は+2.5%(前年比、以下同様)と4月の+2.2%からは加速したものの、市場予想の+2.6%は下回った。政策要因もありエネルギー価格が+0.1%から+7.2%へ大きく伸びを拡大させたことが、コアCPIの3か月ぶりの加速に大きく寄与。他方、エネルギー要因も除外したコアコアCPIは+2.1%となっており、4月の+2.4%を下回った。賃金を反映しやすいサービス価格も、+1.6%と3か月連続で伸びが鈍化しており、基調的物価が上向いているとは言えない。先立って公表された東京6月CPIは総じて市場予想を僅かに上回り前向きな報道も目立つが、サービス価格は依然低水準に沈んでおり、早期の利上げ実施を支援する内容にはなっていない。8日に公表された毎月勤労統計は賃金加速を示唆する内容とはなったが、利上げの支援材料になる物価統計が続くかに注目が集まる。なお、6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%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
7月12日(金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・5月鉱工業生産(確報)</li> <li>・5月設備稼働率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独5月経常収支</li> <li>・米6月生産者物価指数</li> <li>・米7月ミシガン大学消費者マインド(速報)</li> </ul>
15日(月)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏5月鉱工業生産</li> <li>・米7月NY連銀製造業景気指数</li> </ul>
16日(火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・5月第3次産業活動指数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独7月ZEW景気期待指数</li> <li>・ユーロ圏5月貿易収支</li> <li>・米6月小売売上高</li> <li>・米6月輸出/輸入物価指数</li> <li>・米7月NAHB住宅市場指数</li> </ul>
17日(水)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏6月消費者物価指数(確報)</li> <li>・米6月住宅着工/建設許可件数</li> <li>・米6月鉱工業生産</li> <li>・米ページブック</li> </ul>
18日(木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・6月貿易収支</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏ECB政策理事会</li> </ul>
19日(金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・6月消費者物価指数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独6月生産者物価指数</li> <li>・ユーロ圏5月ECB経常収支</li> </ul>

## 【当面の主要行事日程(2024年7月～)】

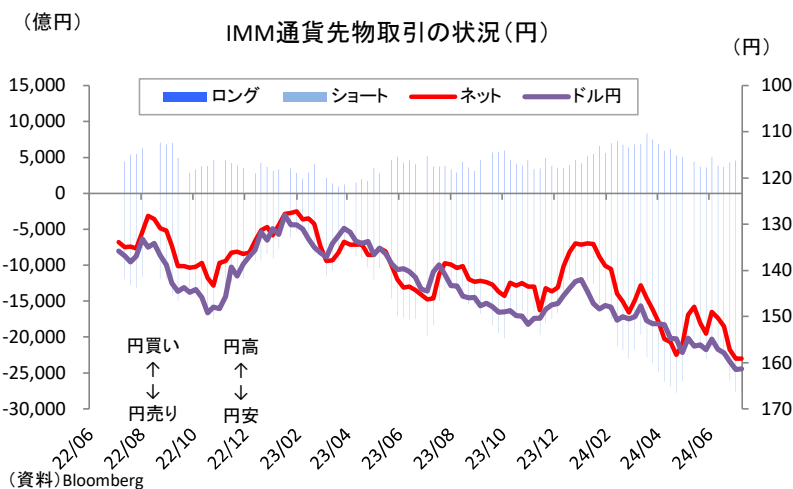
ECB政策理事会(7月18日、9月12日、10月17日)  
 日銀金融政策決定会合(7月30～31日、9月19～20日、10月30～31日)  
 FOMC(7月30～31日、9月17～18日、11月6～7日)  
 ジャクソンホール経済シンポジウム(8月22～24日)

### 3. 金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～

#### 投機の巻き戻しは予定調和

昨日発表された米 6 月消費者物価指数 (CPI) は前年同月比+3.0%と市場予想の中心を若干下回る結果となった。これに合わせて米金利とドルはまとまった幅で下がり、ドル/円相場も 161 円台から一時 157.40 円まで急落している。本稿執筆時点では政府・日銀による円買い為替介入の観測も出ている。介入実施の真偽はさておき、こうした値動きへの警戒は本欄で断続的に警鐘を鳴らしてきたところではある。キャッシュフロー

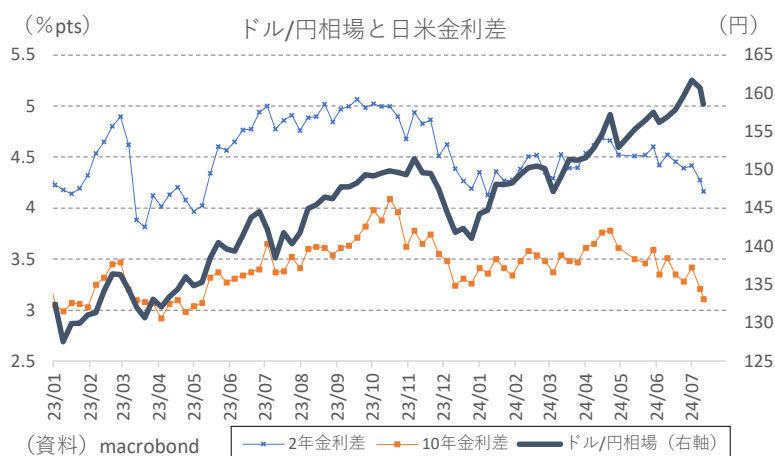
(CF) ベース経常収支などから推察される円の基礎的需給は黒字転化こそしていないものの、昨年および一昨年対比で明確に改善している。にもかかわらず、円相場が一方的に下落する状況は明らかに投機の強さを感じさせるものだった。象徴的には IMM 通貨先物取引に映る円ショートの大さは今次局面で最大まで膨らんでいたところであり、これが巻き戻される中での円高は必然の帰結である (図)。日米金利差縮小を当て込んだ投機の巻き戻しがまとまった幅の円高を招くことは「中期為替相場見通し」でも想定していた動きであり、6 月末公表の同欄では 7～9 月期の押し目を 156 円まで想定している。現状程度の円高であれば、予定調和の展開と言って良い。確かに、CPI という単発の経済指標だけで 3 円以上も値が飛ぶことにはやや意外感もあるが、起きている現象自体は想定外とは言えない。



#### 問題は投機が去った後

昨夜の動きだけで投機筋の円ショートポジションが解消されたということも無いだろう。同じような動きはまだこれからもあるはずだ。問題はそうした投機筋による円ショートポジションが解消され中立化された際、ドル/円相場の水準がどこに着地するのかという話である。FRB が利下げして、日銀が利上げしても金利差は満足に縮小しないであろうし、金融政策によって CF ベース経常収支が顕著に改善する筋合いも無い。

結局、現状で円が買われる理由は「売られ過ぎたから」くらいしかないのではないかと。そもそも今年 4 月以降のドル/円相場は金利差と負の相関が指摘されるほど極端な地合い（金利差縮小でも円売りが加速する地合い）にあっただけに、「売られ過ぎたから」は強い説得力を持つ状況にある。



繰り返しになるが、近い将来、米国の CPI が+2%台に到達し、実際に FF 金利が引き下げられる局面が到来する。そこでは必ず円高・ドル安にはなる。ドルを基軸とする変動為替相場制なのだから自然な話である。しかし、そこで重要なことは「やっぱりドル/円相場は金利差で説明できる」と旧来型の思考に引き戻されない姿勢だと筆者は思っている。仮に現存するショートを全て解消して、150 円台、いや 140 円台のドル/円相場が残ったとすれば、円安を金利差や投機的な動きに求めている論陣にとって絶望的な状況ではないか。円売り超過の需給構造を背景とすれば、その可能性は決して低いわけではない。筆者が指摘したいポイントはそこある。

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](mailto: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](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7月11日	株価、「正真正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は正真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(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～)
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	「もしも」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～