みずほマーケット・トピック（2024 年 7 月 19 日）

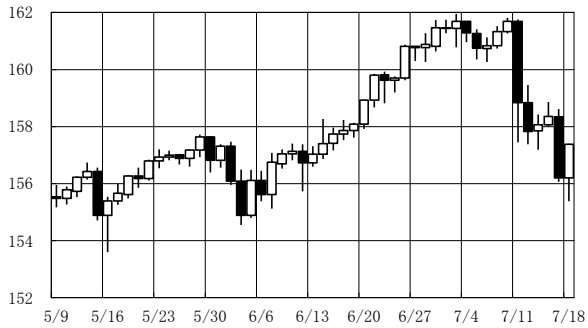
内容　1．為替相場の動向　2．来週の注目材料
3．本日のトピック：ECB 政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～

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」）

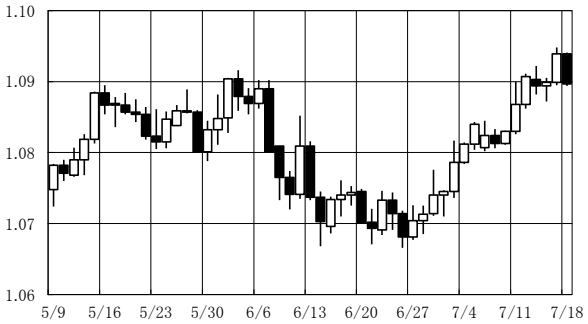
- 今週のドル/円は約1か月ぶりの安値まで下落後、値を戻した。週初15日、158.23円でオープンしたドル/円は小幅高も、東京休場で薄商いの中、上値重く推移。海外時間は、パウエルFRB議長の講演における利下げに前向きな発言を受け、瞬間的に157円台前半まで急落もすぐに反発。終日を通し158円を挟んだもみ合い推移となった。16日、ドル/円は日本株の堅調推移を横目に158円台後半にじり高。海外時間は、米6月小売売上高の良好な結果を受けて一時週高値の158.85円まで上昇。もっとも、米金利が再び低下に転じる中で、158円台前半に値を下げた。17日、ドル/円はトランプ氏のドル高への懸念や、河野デジタル相の日銀への利上げ要求報道をきっかけに、海外時間にかけて156円台前半まで下落。売り一巡後、目立った材料がない中で、156円台前半から半ばでのレンジ推移に終始した。18日、ドル/円はドル売り地合いが継続し、約1か月ぶりの安値となる155.38円まで下落も、売り一巡後は156円台半ばに急反発。海外時間は、米金利上昇と共に157円台を回復した。本日のドル/円は、引き続き157円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、振れ幅を伴うも、方向感のない値動きとなった。週初15日、1.0886でオープンしたユーロ/ドルはユーロ圏5月鉱工業生産の良好な結果や米金利低下が下支えとなり1.09台前半に上昇も、その後は米金利の下げ幅縮小が重しとなり1.09を割り込んだ。16日、ユーロ/ドルは独金利低下を受けじり安後、独7月ZEW景気期待指数の予想を上回る結果に1.09を回復。その後、米6月小売売上高の強い結果を受け一時週安値となる1.0872まで急落するも、米金利低下が支援材料となり再び1.09台に乗せた。17日、ユーロ/ドルはトランプ氏のドル高けん制発言や、FRB高官のハト派な発言を背景にドル売りが加速し、一時週高値となる1.0948に急伸した。18日、ユーロ/ドルはECB政策理事会におけるラガルドECB総裁のハト派な情報発信に加え、米金利上昇が重しとなり1.09を割り込んだ。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.09付近で取引されている。

		前週末	今週			
		7/12(Fri)	7/15(Mon)	7/16(Tue)	7/17(Wed)	7/18(Thu)
ドル/円	東京9:00	158.30	158.23	158.17	158.35	155.68
	High	159.45	158.41	158.85	158.63	157.40
	Low	157.30	157.17	158.03	156.06	155.38
	NY 17:00	157.60	157.96	158.31	156.23	157.39
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0874	1.0886	1.0897	1.0903	1.0940
	High	1.0911	1.0922	1.0905	1.0948	1.0941
	Low	1.0862	1.0881	1.0872	1.0896	1.0894
	NY 17:00	1.0910	1.0896	1.0900	1.0940	1.0896
ユーロ/円	東京9:00	172.05	172.08	172.34	172.66	170.30
	High	173.41	172.47	172.88	172.80	171.52
	Low	171.44	171.60	172.34	170.70	170.00
	NY 17:00	172.15	172.32	172.62	170.96	171.52
日経平均株価		41,190.68	-	41,275.08	41,097.69	40,126.35
TOPIX		2,894.56	-	2,904.50	2,915.21	2,868.63
NYダウ工業株30種平均		40,000.90	40,211.72	40,954.48	41,198.08	40,665.02
NASDAQ		18,398.45	18,472.57	18,509.34	17,996.93	17,871.22
日本10年債		1.05%	-	1.02%	1.03%	1.03%
米国10年債		4.19%	4.23%	4.16%	4.16%	4.20%
原油価格(WTI)		82.21	81.91	80.76	81.44	81.30
金(NY)		2,420.70	2,428.90	2,467.80	2,459.90	2,456.40

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、25 日(木)に 4～6 月期実質 GDP 成長率(速報)が公表予定となっている。1～3 月期の結果は、+1.4%(前期比年率、以下同様)となり、2 四半期連続で伸びが鈍化している。要の個人消費を確認すると、+1.5%と 2023 年 10～12 月期の+3.3%から大きく減速した。もっとも、サービス消費は+3.3%と強い伸びを継続させており、そこまで弱いといった印象はない。全体の成長率を押し下げたのは純輸出のマイナス寄与への転落であり、輸出減少、輸入増加の双方がそれに影響した。4 月から足許にかけての各種経済指標を確認すると、小売売上高を中心に底堅いものも多く、依然として米国経済は一定の成長率を維持している公算が大きい。もっとも、17 日に FRB が公表したベージュブックでは景気判断が事実上引き下げられており、年後半の景気鈍化が予見されている。なお、4～6 月期の結果に関し、ブルームバーグの事前予想では、+1.8%と見込んでいる。

なお、26 日(金)には 6 月個人消費支出(PCE)デフレーターが公表予定。前回 5 月の結果は、総合ベースでは+2.6%(前年比、以下同様)と市場予想と一致し、4 月の+2.7%から伸びが鈍化した。また、コアベースでも、+2.6%と市場予想に一致し、4 月の+2.8%から減速した。エネルギー価格を中心に非コア項目では反発も目立つが、コアに関しては財・サービス双方で着実な鈍化が確認できている。4、5 月と比較的弱めの数字が並んでおり、FRB の利下げ期待も再台頭しつつある。もっとも、6 月消費者物価指数(CPI)の弱い結果に市場は大きく反応しただけに、6 月 PCE デフレーターの結果でさらに利下げ期待が加速するハードルは、相応に高いように思える。なお、ブルームバーグの事前予想では、6 月の結果に関し総合ベースで+2.5%、コアベースで+2.6%と見込んでいる。

・ 本邦では、26 日(金)に東京都区部の 7 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 6 月の結果は+2.1%(前年比、以下同様)と市場予想の+2.0%および 5 月の+1.9%を上回った。また、エネルギー要因も除外したコアコア CPI は、+1.8%と市場予想および 5 月の+1.7%を上回っている。コアコア加速の主因は家庭用耐久財であり、5 月の+4.1%から 6 月には+7.8%へ大きく伸びが加速している。ルームエアコンの価格上昇が大きく影響した格好だ。そのほか、賃金を反映しやすいサービス価格は加速しているとは言い難く、総じて日銀の追加利上げを急かす内容にはなっていない。毎月勤労統計は悪くない仕上がりになっているだけに、今後は物価への拡がりを注視していく必要がある。なお、7 月の結果(東京都区部)に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースで+2.3%、コアベースで+2.2%と見込んでいる。

	本　　邦	海　　外
7 月 19 日(金)	・6 月消費者物価指数	・独 6 月生産者物価指数 ・ユーロ圏 5 月 ECB 経常収支
22 日(月)	――――――――――――――	・――――――――――――――
23 日(火)	・6 月工作機械受注 (確報)	・ユーロ圏 7 月消費者信頼感 (速報) ・米 6 月中古住宅販売件数
24 日(水)	・7 月製造業/非製造業 PMI (速報)	・独 8 月 GfK 消費者信頼感 ・ユーロ圏 7 月製造業/非製造業 PMI (速報) ・米 6 月卸売在庫 (速報) ・米 7 月製造業/非製造業 PMI (速報) ・米 6 月新築住宅販売件数
25 日(木)	・6 月企業向けサービス価格指数	・独 7 月 IFO 企業景況感指数 ・米 4～6 月期 GDP (速報) ・米 6 月耐久財受注 (速報)
26 日(金)	・7 月東京消費者物価指数 ・5 月景気動向指数 (確報)	・米 6 月個人所得/支出 ・米 6 月個人消費支出デフレーター ・米 7 月ミシガン大学消費者マインド (確報)

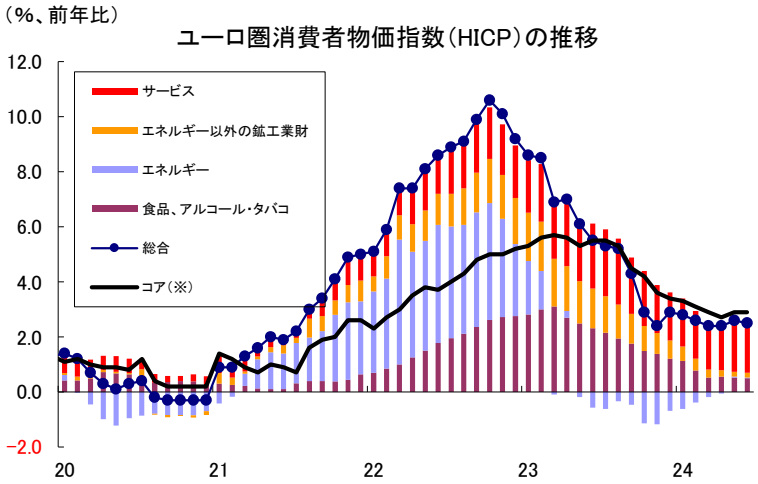
【当面の主要行事日程(2024 年 7 月～)】

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)
ECB 政策理事会 (9 月 12 日、10 月 17 日、12 月 12 日)

3. ECB 政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～

利下げを急ぐ雰囲気は無し

昨日の ECB 政策理事会は市場予想通り、政策金利の現状維持を決定した。4 年 9 か月ぶりとなった前回 6 月の利下げ着手前後から「スタッフ見通し改定に合わせて 3 か月に 1 回」が予想の中心となっており、元より利下げの有無は 9 月会合で注目される論点である。現状ではコア国であるフランスの政局が流動化しており、これが経済・金融情勢に悪影響をもたらすという観点からは利下げが正当化されそうな状況と言えるが、果たしてインフレ圧力が確実に後退したと判断できるのかという計数も断続的に見られている。象徴的にはサービスを中心に域内インフレ率は下げ渋っており（図）、連続的な利下げを躊躇させるような状況がある。こうした中、声明文の「We will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim」との文言も維持されており、利下げを急ぐ雰囲気は無い。市場における 9 月利下げ織り込みは 7 割前後だが、ラガルド ECB 総裁は 9 月予定について「広く開かれている（wide open）」と述べ、言質は与えていない。

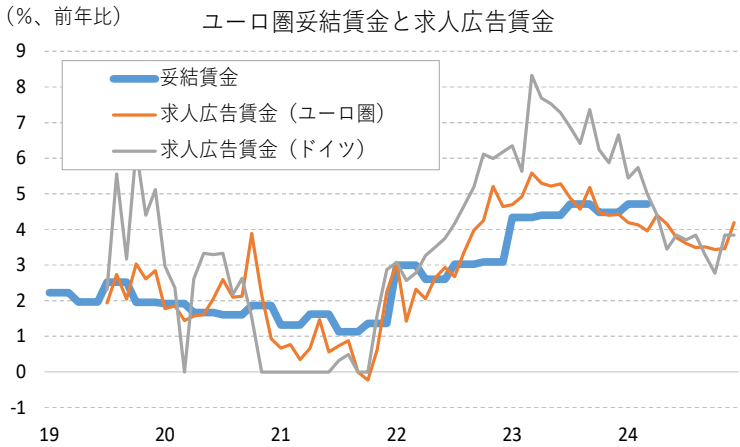


（資料）Datastream※コアは「エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除く」

ECB は「WPP」から賃金抑制に自信

1 人目の記者からは「国内の物価上昇圧力は依然高いと述べていたが、賃金（wages）、利益（profits）、生産性（productivity）といった論点に関し、最も大きな懸念事項はいずれだったのか」という質問が見られている。ラガルド総裁はこうした WPP の論点に沿って非常に長い回答を返している。とりわけ注目される W（wage）については、「現時点では限られた情報しかないが、今後数週間、数か月でさらに多くの情報が得られる」と断った上で、現在の ECB がウォッチしている求人広告から得られるような賃金トラッカーは当面の賃金動向がかなり強いものになることは認めている。

図示されるように、仮に求人広告に倣って域内妥結賃金が減速を続けたとしても秋口には前年比+3%を割ることなく底打ちする展開が予見される。もっとも、ラガルド総裁はこうした賃金動向にサプライズはなく 6 月スタッフ見通しで織り込まれている事実だとも述べている。近年のインフレで失われた購買力を回復するために賃金がキャッチアップ過程に入るのは自然な話であり、年内の賃金高止まりは必然だと整理している。その上で



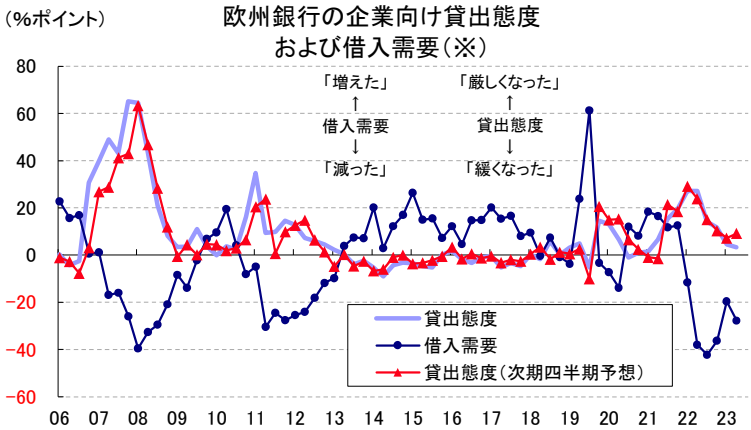
（資料）Macrobond、※求人広告賃金は6か月先行

ECB の実施する各種サーベイ（企業電話調査や予想専門家調査）が 2025 年中のインフレ低下を示唆し、2026 年にはさらに押し下げられることも示していることから、「それが向かっている方向だ（that's the direction that it is heading for）」と比較的はっきりとした表現で述べており、W(wage)の押し下げに関しては自信が垣間見えている。ちなみに、他の記者からは「もし賃金が下がらなかったら政策金利はどうなるのか」という質問も出ているが「正直言って、我々が見ている全てのデータに基づけば、2025～26 年の方向は下向き」と返し、「私たちの想定を裏付ける証拠が多過ぎる」とまで述べている。「賃金は必ず下がる」という点について確信に近い見通しが窺い知れる一コマである。

このほかの P（productivity）については 2023 年 10～12 月期は前年比▲1.0%、今年 1～3 月期が同▲0.6%ということで若干の改善が見られているものの、ラガルド総裁は「まだ、ECB が望むようなものではない」との心境を吐露している。但し、この点についても、今後は消費回復に伴って需要増加が見込めるため、現在は十分に稼働していない従業員が商品生産やサービス供給部門に割り当てられるため生産性は改善していくとの見通しが示されている。生産性の改善は当然、インフレ圧力の吸収に繋がる。また、P（profits）については 2023 年 10～12 月期から現在にかけて目減りしており、これは賃金上昇の結果だとしている。だが、上述の通り、ECB は最近の賃金上昇を「失われた購買力を吸収した結果」と割り切っているため、いずれ利益は復元に向かい、同様のことは起きないと読んでいる。以上のような WPP に関する状況を踏まえる限り、インフレ圧力は今後後退するというのが ECB の立場である。

与信関係は家計持ち直し、企業はこれから

ちなみに今週 16 日には欧州銀行の貸出態度調査（BLS）も発表されており、声明文には与信環境に関し、企業向けに関しては引き続き厳格化の兆候があり、借入需要も引き続き弱いものの、家計の住宅ローンに対する需要が復調傾向にあることも記載されている。また、これが 2022 年初頭以来の増加であることも声明文は注記している。ラガルド総裁は今後に関し、利下げに伴って企業向けの貸出態度も緩和へ向かい、借入需要が回復に向かうであろうとの見通しを示している。図示するように、銀行の企業向け貸出態度は全体的に緩和傾向にあるものの、依然「厳格化された」と感じる借り手の方が多い状況にある（3 か月先の見通しに関しても「厳格化される」という回答が増える兆しがある）。域内企業の借入需要に目をやると、ちょうど昨年 7～9 月期調査で過去最低まで縮小していたところから、持ち直しが見られるが、やはり需要が復調していると言えるほどの水準には至っていない。これは利上げの効果が浸透し、残存している状況と読める。



(資料) Datastream、※企業部門の借入需要

ラガルド総裁が述べるように、利下げ局面に入った以上、今後は同調査における企業の回答状況が注目されてくる筋合いにある。企業向け与信の回復度合いはインフレ動向と密接に関係してくるため、今後の利下げの頻度を検討する上では大きな注目が集まる論点と言える。一方、声明文でも言及されているよう

に、企業部門ではなく家計部門を見れば借入需要が 2 年ぶりに増加するなど景気底打ちの萌芽は早くも出てきている。今後、GDP における個人消費動向にどう跳ねてくるのかが警戒される動きだ。

いずれにせよ、現状のユーロ圏で確認される基礎的経済指標はまさに利上げから利下げに切り替わった現状の微妙な様子を映し出している。まとまった幅の利下げが複数回必要とされるような現状や展望があるとは言えないが、今回の記者会見では 2025 年以降の名目賃金の下落については比較的確信に近い自信を覗かせていたため、2025 年中も利下げ局面が続き得るとの想定に繋がってくる可能性がある。

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に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7月19日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～）
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年6月分）
	週末版（金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～）
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～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（レパトリ減税について～「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