

みずほマーケット・トピック(2024 年 8 月 2 日)

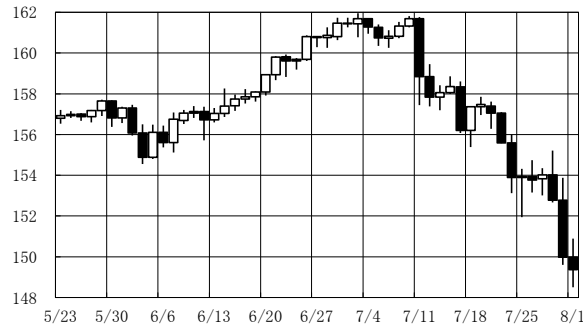
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:「日銀は変わった」はいつまで続くか〜「やっぱり変わっていなかった」の怖さ〜	

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」)

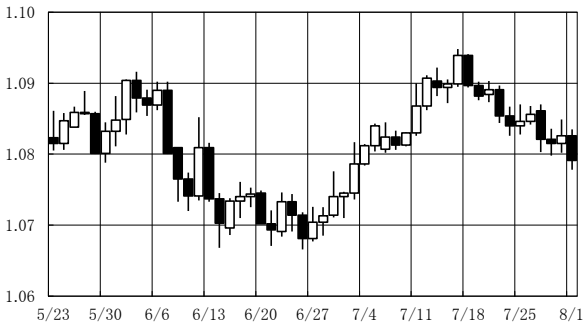
- 今週のドル/円は日米中銀の政策決定を消化し、水準を大きく切り下げた。週初29日、154.15円でオープンしたドル/円は、日米重要イベントを控え様子見ムードの中、一日を通して153円付近から154円台前半で振れ幅を伴いつつ方向感なく推移した。30日、ドル/円は日本株の反転上昇を受け、155円を目指す展開。海外時間は、一時週高値の155.22円まで続伸後、日銀の利上げ観測報道や米国株下落が重しとなる中、152円台後半に反落した。31日、ドル/円は日銀の利上げ決定公表直後には大きく上下も、量的引き締め(QT)が警戒されていたよりは緩やかなものであったことが材料視されてか、やや円売り優勢の地合い。海外時間は、植田日銀総裁の会見がタカ派的と解釈され、米経済指標の弱めの結果も重しとなり、149円台後半に下押し。その後151円台に値を戻す場面もあったが、FOMCにおけるパウエルFRB議長のハト派な情報発信が材料視され、再び150円を割り込んで引けた。8月1日、ドル/円は日本株下落を横目に一時4か月半ぶりの安値となる148.51円に続落も、ドルの買い戻しを受け150円付近に値を戻した。海外時間は、151円を目指し続伸も、米7月ISM製造業景気指数の軟調な結果を受けた米金利低下が材料視され、149円台前半に反落した。本日のドル/円は、円売りが強まる中、149円台後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、独金利低下を受け、小幅に水準を切り下げた。週初29日、1.0853でオープンしたユーロ/ドルは、欧州株安や独金利低下が嫌気され、一時1.08付近に水準を切り下げた。30日、ユーロ/ドルはユーロ圏4〜6月期GDP(速報)の強めの結果を受けじり高推移も、その後は米経済指標の良好な結果や独金利低下が重しとなり、一時1.08を割り込んだ。31日、ユーロ/ドルは弱めの米経済指標の結果を受けた米金利低下が下支えとなり、1.08台半ばに上昇。その後1.08付近に売り戻されるも、FOMC後には再び買い戻され、1.08台前半で引けた。8月1日、ユーロ/ドルは欧州株安が嫌気され1.08を割り込む展開。米経済指標公表後には1.08を回復するも、その後独金利低下や米株下落が重しとなる中、再度1.08を割り込んで引けた。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.07台後半で取引されている。

		前週末	今 週				
		7/26(Fri)	7/29(Mon)	7/30(Tue)	7/31(Wed)	8/1(Thu)	
ドル/円	東京9:00	153.70	154.15	153.81	152.66	149.78	
	High	154.74	154.35	155.22	153.95	150.88	
	Low	153.10	153.04	152.66	149.61	148.51	
	NY 17:00	153.79	154.02	152.76	149.96	149.41	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0853	1.0853	1.0818	1.0817	1.0826	
	High	1.0868	1.0870	1.0835	1.0849	1.0835	
	Low	1.0843	1.0803	1.0798	1.0802	1.0778	
	NY 17:00	1.0856	1.0821	1.0815	1.0826	1.0792	
ユーロ/円	東京9:00	166.69	167.34	166.41	165.15	162.08	
	High	168.00	167.52	167.95	166.50	162.88	
	Low	166.40	166.25	165.15	162.02	160.97	
	NY 17:00	166.93	166.66	165.15	162.48	161.28	
日経平均株価		37,667.41	38,468.63	38,525.95	39,101.82	38,126.33	
TOPIX		2,699.54	2,759.67	2,754.45	2,794.26	2,703.69	
NYダウ工業株30種平均		40,589.34	40,539.93	40,743.33	40,842.79	40,347.97	
NASDAQ		17,357.88	17,370.20	17,147.42	17,599.40	17,194.15	
日本10年債		1.06%	1.02%	1.00%	1.06%	1.03%	
米国10年債		4.19%	4.17%	4.14%	4.03%	3.98%	
原油価格(WTI)		77.16	75.81	74.73	77.91	76.31	
金(NY)		2,381.00	2,425.50	2,451.90	2,473.00	2,480.80	

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、本日 2 日(金)に 7 月雇用統計が公表予定となっている。前回 6 月の結果は、非農業部門雇用者数が+20.6 万人(前月比、以下同様)と、5 月(修正後:+21.8 万人)からは伸びが減速したものの、市場予想(+19.0 万人)は上回った。また、失業率は 4.1%となり、市場予想および 5 月の 4.0%を上回った。加えて、平均時給は+0.3%と市場予想と一致し、5 月の+0.4%から伸びが鈍化した。雇用者数に関しても、前月分までの数字が大きく下方修正されており、総じて弱めの結果との評価が妥当だろう。実際、7 月 FOMC の声明文においては、「インフレリスクに非常に注意を払う」とされていた箇所が「二大責務(デュアルマンド)の双方のリスクに注意を払う」に変更されている。物価だけでなく、労働市場の弱まりへの配慮が感じ取れる変更であった。なお、7 月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、非農業部門雇用者数を+17.5 万人、失業率を 3.7%、平均時給を+0.3%と見込んでいる。

そのほか、5 日(月)には 7 月 ISM 非製造業景気指数が公表予定。前回 6 月の結果は、48.8 と市場予想の 52.7 および 5 月の 53.8 を大きく下回った。この結果は、2020 年 5 月以来の低水準である。全ての構成項目がヘッドラインの悪化に寄与したが、中でも景況指数(61.2→49.6)および新規受注指数(54.1→47.3)の低下が目立った。最近では景況指数の変動が非常に大きく、6 月の弱い結果はある程度それまでと均して考える必要があるものの、サービス業活動が緩やかに減速しているとの評価は変わらない。かかる中、7 月 FOMC においてパウエル FRB 議長は、足許の景気動向に関し「消費支出は堅調だが、鈍化している」「景気に部分的な弱さがみられる」と発言している。なお、7 月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、51.3 と見込んでいる。
- 本邦では、8 日(木)に日銀金融政策決定会合の主な意見(7 月会合分)が公表される。7 月会合は政策金利を+15bp 引き上げ、前回 6 月会合で予告されていた国債購入の減額計画に関しては、26 年 1~3 月期を目途に 3 兆円程度まで圧縮する道筋が示された。「金利」・「量」共に事前の観測報道通りである。追加利上げの障害になると思われた「個人消費の弱さ」については、植田日銀総裁はそれを認めず、あくまで「低い実質金利の中での微修正」であって「引き締め」ではないので大きな問題は無しというのが日銀の立場なのだろう。実際問題、世界的に見ても金利調整を主とする政策運営において 0.25%はスタート地点だ。そこへ回帰するための+15bp 程度の利上げを深刻に捉える必要はないというのが実情だ。とはいえ、今後のさらなる利上げには、より納得感や具体性のある説明が求められる。引き続き、個人消費および賃金動向に注目が集まる展開が続こう。主な意見では、利上げへの反対意見含め、執行部の経済物価の見方を確認したい。

	本 邦	海 外
8 月 2 日(金)	—————	・米 7 月雇用統計
5 日(月)	・7 月非製造業 PMI (確報) ・日銀金融政策決定会合議事要旨 (6 月会合分)	・ユーロ圏 7 月非製造業 PMI (確報) ・ユーロ圏 8 月センチックス投資家信頼感 ・ユーロ圏 6 月生産者物価指数 ・米 7 月非製造業 PMI (確報) ・米 7 月 ISM 非製造業景気指数
6 日(火)	・6 月毎月勤労統計 ・6 月家計支出	・独 6 月製造業受注 ・ユーロ圏 6 月小売売上高 ・米 6 月貿易収支
7 日(水)	・6 月景気動向指数 (速報)	・独 6 月貿易収支
8 日(木)	・6 月国際収支 ・7 月景気ウォッチャー調査 ・日銀金融政策決定会合 主な意見 (7 月会合分)	・独 6 月鉱工業生産 ・米 6 月卸売在庫 (確報)
9 日(金)	—————	・独 7 月消費者物価指数 (確報)

【当面の主要行事日程(2024 年 8 月～)】

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)
 FOMC (9 月 17~18 日、11 月 6~7 日、12 月 17~18 日)
 日銀金融政策決定会合 (9 月 19~20 日、10 月 30~31 日、12 月 18~19 日)

3. 「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～

本当の意味での「日米金利差」

日銀による+15bpの利上げ以降、為替・株式の両市場で大荒れが続いている。日経平均株価指数は7月初頭につけた高値から1か月足らずの間に▲10%以上下落している（8月1日終値時点）。それでも6月中旬以降、1か月強での上げ幅を消しただけであり、年初から見れば+10%以上の上げ幅は確保されているとも言えるが、連続利上げが概ね宣言されるような状況の中、耐え凌ぐことは簡単ではない。

ドル/円相場も7月上旬の高値である162

円付近から▲8%以上下落している。4月以

降、縮小していた日米金利差を無視するよう

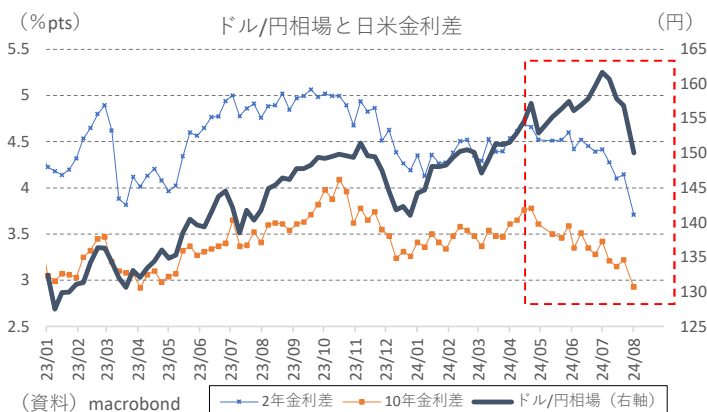
に円安・ドル高が進んできた経緯があり、日銀の利上げを契機に両者の相関が戻ってきたという印象が強い（図）。過去の本欄でも

見たように、金利差を無視するように進んできた時間帯に関して言えば投機的な色合い

が色濃かったと言える。その背景に「日銀は利上げできない」という思惑があったはずで

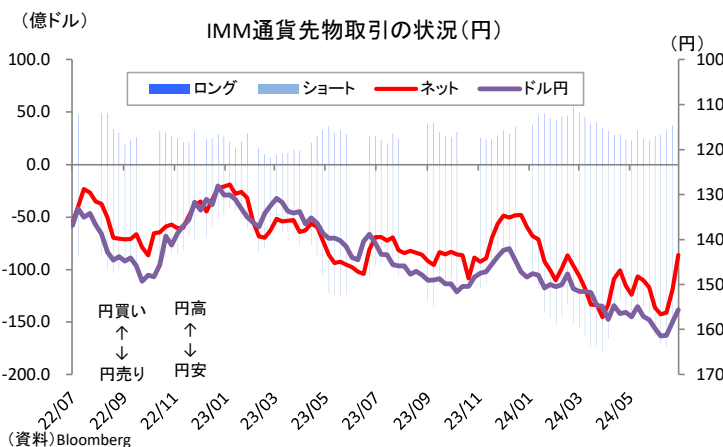
あり、今回、その前提が崩れたのでポジションも崩されるに至っているのだと筆者は理解している。ハト派からタカ派へ「日銀は変わった」という前提で市場は動いている。

元よりFRBの利下げ着手は世界の金融市場参加者において既定路線であり、これが9月、12月と実施されていくことに大きなサプライズはない。現に、昨日、米10年金利が4%を割り込んでもドル/円相場の下げはそれほどヒステリックなものになっていない。しかし、日銀が半ば宣言している「展望レポート（≒四半期）ごとの利上げ」が事実だとすると、これまでの日銀に対するイメージとはあまりにも変わってくる。今までは「日米金利差」と言っても、実態としては「米金利」の話でしかなかった。今後、円金利の上昇によって日米金利差が顕著に縮小するならば、それは歴史的にも珍しい非常に新味のあるテーマである。直情的な為替市場では大いに注目される価値があるし、実際にされているのが現状だろう。本当の意味での「日米金利差」が材料視される局面とも言える。



「日銀は変わった」で円ロングはさらに増えるのか

今回、日銀の公表文に記載された「展望レポートで示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ（以下略）」との一文は相応に刺激的であり、会見における「0.5%は壁として特に意識していない」との総裁発言も相まって、万年ハト派からの脱却を痛烈に印象付けるものであった。今回の情報発信を2013年4月の黒田総裁着任時のレジームチェンジと重ねる向きも



多いのではないかと。当時は今とは逆にタカ派からハト派へ「日銀は変わった」という認識が強まり、一気に円安・株高へ傾き、その動きが約2年程度続いた。今回も同様の雰囲気は感じる。会合前のIMM通貨先物取引では円ショート巻き戻しもさることながら、円ロングの積み増しも行われていた。ちなみに7月23日時点の円ロングは51.73億ドルで4か月ぶりの高水準である（前頁図）。この時、日銀の利上げ織り込みは少数派ではあったものの、量的引き締め（QT）は100%織り込まれ、利上げを見込む向きも少しずつ増えるような状況にあった。今後、「日銀は変わった」という認識が定着した上で、円金利の先高観を見込んで円ロングが積み上げられる動きが継続するのかどうかは見通し上、注目点と言える。

政治的に「割が合う」のか？

しかし、「日銀は変わった」という論点が定着するほど、「やっぱり変わっていなかった」と思われた時の反動も激しいものになる。そのリスクはある。現状、金融市場では「四半期に一度利上げする日銀」を前提に価格形成が進められているが、この確度は盤石とは言えまい。既報の通り、今回の利上げの背景には、陰に陽に政治的な要請があった疑いがある。政府・与党にとって、来たる解散総選挙で「円安による生活苦」が争点化される展開は避けたい展開であり、その要請の意図は理解できる。しかし、日銀が利上げた後の円相場急伸はともかく、株価急落の契機となっている利上げをバックアップする所作は資産運用立国の旗振りを行う政治・与党として続けられるのだろうか。直感的に簡単ではないように思える。

具体的には今後、株価急落に加え、住宅ローン金利上昇など国民生活に比較的近そうなテーマでネガティブな材料をクローズアップする報道が間違いなく増えるだろう。そのような状況を前提とした場合、今回のように積極的な利上げ容認という情報発信は難しくなるのではないかと。日経平均株価指数が7月高値から1か月足らずで▲10%以上調整を強いられ、残ったのが149円台のドル/円相場という状況は、経済・金融分析の視点からは様々な評価が可能だとしても、短期的な目線が重視されやすい政治的なソロバン勘定に果たして合うのか。「割に合わない」という話になれば、今回のように、珍しく政治が利上げを容認するという状況はもう生まれないかもしれない。結果、「やっぱり変わっていなかった」という思いの下、日銀に対する目線は一気に冷める可能性もある。ちなみに2022年3月を起点とすれば、ドル/円相場の149円は+30%強、日経平均株価指数の36000円は+40%弱というイメージであり、株だけが先行して下がり過ぎているという話ではない。むしろ、ドル/円相場見合いで株価は下げ余地があるようにすら見える。しかし、国政選挙を控えた政治がそこまで冷静な評価を下すのは簡単ではない。

いずれにせよ、仮に日銀に対する「やっぱり変わっていなかった」とのイメージ転換があれば、本欄で繰り返し議論を重ねてきた需給構造に根差した円安圧力もあって、強い円売りを再び招く可能性が非常に高い。少なくとも年内は「タカ派的な日銀、ハト派的なFRB」というコントラストが円高・ドル安をけん引しやすいとしても、為替・株価の情勢次第で政治的な要請は可変的である。今回の日銀の変貌は明らかに非連続的であっただけに、ハト派へ急旋回するリスクも念頭に置くべきである。

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.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8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」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、「真正正銘」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～円は真正正銘の最弱通貨～
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	「もしろ」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	ユーロ圏の賞金・物価情勢～妥結賞金は年内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～