

みずほマーケット・トピック(2024 年 9 月 13 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～予定通りも 25 年以降の不透明感強く～	

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」)

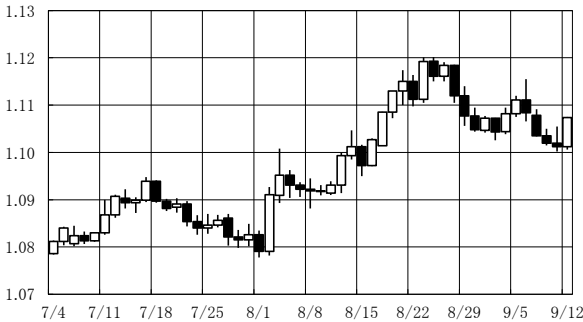
- 今週のドル/円は年初来最安値を更新するなど、軟調に推移した。週初9日、142.48円でオープンしたドル/円は、日本株の反転上昇を好感し143円付近までじり高。海外時間は、一時週高値の143.80円まで続伸も、その後は米金利低下が重しになり143円を割り込んだ。10日、ドル/円は米物価指標発表を控え様子見ムードの中、143円台前半を中心にもみ合い。海外時間は、米金利低下が嫌気され142円台前半にじり安推移した。11日、ドル/円は米大統領選討論会でハリス氏優勢との見方が広がる中、日銀高官のタカ派発言も伝わり年初来最安値となる140.71円まで下押し。海外時間は、米8月消費者物価指数(CPI)の良好な結果を受けた米金利上昇を背景に142円台半ばを回復。その後は、米金利および米株の動向に振られる展開となったが、結局142円台前半と、一日を通すとほぼ往って来いで引けた。12日、ドル/円はドル買い地合いが継続し、143円付近に上伸。海外時間は、米新規失業保険申請件数の冴えない結果を受けた米金利低下に連れ安となり、142円を割り込んだ。本日のドル/円は、ドル売り相場の中で、141円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは下に往って来いの展開になった。週初9日、1.1087でオープンしたユーロ/ドルは独金利低下が重しとなり、1.10台前半に下落した。10日、ユーロ/ドルは1.10台半ばに上昇する場面も見られたものの、欧州株の軟調推移や独金利低下が嫌気され、1.10台前半に軟化した。11日、ユーロ/ドルは米大統領討論会の内容を受けたドル売りが支援材料となり1.10台半ばに上昇したが、米物価統計の強い結果を受けた米金利上昇が重しとなり、一時週安値の1.1002まで反落した。12日、ユーロ/ドルは急上昇した。注目されたECB政策理事会では市場予想通り▲25bpの利下げを決定も、ラガルドECB総裁の会見で連続利下げの可能性を明言しなかったことで、ハト派シフトの期待が後退しユーロ買いが加速。また、広範なドル売り相場も支援材料となり、1.10台後半に上値を伸ばした。本日のユーロ/ドルは、ドル売り相場の中で、週高値更新を窺いながら取引されている。

		前週末	今 週				
		9/6(Fri)	9/9(Mon)	9/10(Tue)	9/11(Wed)	9/12(Thu)	
ドル/円	東京9:00	143.37	142.48	143.19	142.23	142.68	
	High	144.20	143.80	143.71	142.55	143.03	
	Low	141.75	141.95	142.20	140.71	141.74	
	NY 17:00	142.17	143.15	142.47	142.36	141.80	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1111	1.1087	1.1034	1.1022	1.1011	
	High	1.1155	1.1090	1.1050	1.1054	1.1075	
	Low	1.1066	1.1034	1.1016	1.1002	1.1006	
	NY 17:00	1.1086	1.1034	1.1020	1.1011	1.1074	
ユーロ/円	東京9:00	159.31	158.01	158.03	156.67	157.13	
	High	159.60	158.73	158.62	156.97	157.49	
	Low	157.48	157.42	156.79	155.48	156.53	
	NY 17:00	157.76	157.99	156.92	156.84	157.03	
日経平均株価		36,391.47	36,215.75	36,159.16	35,619.77	36,833.27	
TOPIX		2,597.42	2,579.73	2,576.54	2,530.67	2,592.50	
NYダウ工業株30種平均		40,345.41	40,829.59	40,736.96	40,861.71	41,096.77	
NASDAQ		16,690.83	16,884.60	17,025.88	17,395.53	17,569.68	
日本10年債		0.85%	0.89%	0.89%	0.85%	0.86%	
米国10年債		3.71%	3.70%	3.64%	3.66%	3.68%	
原油価格(WTI)		67.67	68.71	65.75	67.31	68.97	
金(NY)		2,524.60	2,532.70	2,543.10	2,542.40	2,580.60	

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、17日(火)～18日(水)にFOMCが開催される。前回7月会合は、FF金利の誘導目標を8会合連続で据え置いた。声明文およびパウエルFRB議長会見では、FRBの主眼がインフレ抑制に置かれていた今までの状況が、労働市場の弱まりへの対処も必要とされる状況に変わったことが示唆されるなど、ハト派色の強い会合となった。その後、8月下旬のジャクソンホール経済シンポジウムでは、パウエル議長が事実上の9月利下げ実施の宣言を行ったため、今回会合での利下げ着手はほぼ確実である。問題はその利下げ幅であるが、直近の8月雇用統計、および8月消費者物価指数(CPI)はいずれも決定打に欠ける結果となり、市場の織り込みも大きくは動いてはいなかった。12日NY引け時点における金利先物市場の利下げ予測を確認すると、▲25bpが65%程度、▲50bpが35%程度であり、いまだに予想が割れている。利下げ幅以外では、利下げの終着点を占う観点で、ドットチャートにおける長期の政策金利予測に着目したい。平均値で見ると2023年以降の上昇が顕著であり、このトレンドが続くようであれば、大幅利下げの観測が後退する可能性もあるだろう。
- 本邦では19日(木)～20日(金)に日銀金融政策決定会合が開催される。前回7月会合では、政策金利である無担保コール翌日物金利を従来の0～0.1%程度から0.25%程度に引き上げた。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、現行の月間6兆円程度を出発点として四半期ごとに▲4000億円程度ずつ減額し、2026年1～3月期には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だった。その後の世界的な金融市場の混乱を経て、日銀正副総裁は「不安定な環境下で利上げしない」ことを明言した。未だ金融市場の落ち着きが完全に担保されたとは言えない状況であり、7月の追加利上げの波及効果を見極める観点からも、今回会合での連続利上げは想定されないだろう。もっとも、データが揃っていけば利上げを継続する姿勢は正副総裁の直近の発言内容からも明らかであることから、早ければ10月会合での利上げも排除はされない。ただし、政治的日程への配慮から、10月会合では利上げを見送り、12月会合で+25bpの利上げを実施する、というのが市場予想の中心であろう。

	本 邦	海 外
9月13日(金)	7月鉱工業生産(確報) 7月設備稼働率	- ユーロ圏7月鉱工業生産 - 米8月輸出/輸入物価指数 - 米9月ミシガン大学消費者マインド(速報)
16日(月)	—————	- ユーロ圏7月貿易収支 - ユーロ圏4～6月期労働コスト - 米9月NY連銀製造業景気指数
17日(火)	7月第3次産業活動指数	- 独9月ZEW景気期待指数 - 米8月小売売上高 - 米8月鉱工業生産 - 米8月設備稼働率 - 米9月NAHB住宅市場指数 - 米FOMC(18日まで)
18日(水)	8月貿易収支 7月コア機械受注	- ユーロ圏8月消費者物価指数(確報) - 米8月建設許可/住宅着工件数 - 米パウエルFRB議長会見
19日(木)	- 日銀金融政策決定会合(20日まで) 4～6月期資金循環統計	- ユーロ圏7月ECB経常収支 - 米4～6月期経常収支 - 米8月中古住宅販売件数
20日(金)	8月消費者物価指数 - 植田日銀総裁会見	- 独8月生産者物価指数 - ユーロ圏9月消費者信頼感(速報)

【当面の主要行事日程(2024年9月～)】

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)
 自民党総裁選(9月27日開票)
 ECB政策理事会(10月17日、12月12日、1月30日)

3. ECB 政策理事会を終えて～予定通りも 25 年以降の不透明感強く～

利下げ路線主張も 10 月は現状維持に

9 月の ECB 政策理事会は市場予想通り、主要政策金利を▲25bp ずつ引き下げることを決定した。確実に減速が予見される域内労働市場に加え、足許の一般物価情勢も減速が確認されているため、今回の決定自体は既定路線と考えられており、市場の反応も穏当なものにとどまっている。後述するように、域内の経済・金融情勢がスタッフ見通しの通りに推移しているため、ラガルド ECB 総裁は「decision to cut by 25 basis points was perfectly legitimate and, as I said, unanimously decided (▲25bp の利下げは完璧に正当であり全会一致で決定された)」と述べ、政策運営に対する自信を示している。気になる今後の政策運営に関し、興味深い発言も見られた。注目されるユーロ圏消費者物価指数 (HICP) に関し、ラガルド総裁は「次回発表の 9 月分こそ鈍化するものの 10～12 月期は騰勢を強めるが、年明け以降は再び下落に転じるはず」と述べている。今後明らかになる 10～12 月期の強いインフレ指標はあくまで一過性であるため、過剰反応すべきではないというのが政策理事会の本音と見受けられる。

敢えて目先の HICP が不都合な (強い) 動きをすることを明かした上で「data dependency does not mean data point dependency (データ依存はデータポイント依存ではない)」と述べ、利下げ期待が後退する展開を押さえようとしている発言は興味深い。それほどの自信があるのだろう。なお、次回会合である 10 月 17 日については「過去のインターバルに比較すれば相対的に短いインターバル (a relatively short period of time compared with other intervals)」とラガルド総裁は述べており、データ依存を強調するにも時間が十分ではない旨に言及している。10 月は現状維持と考えて差し支えあるまい。

ドラギ・レポート

なお、会見では 9 月 9 日に公表された EU の対外競争力改善に関する報告書に対する質問も多く見られた。同報告書は前 ECB 総裁および前イタリア首相であるマリオ・ドラギ氏に取りまとめていることからドラギ・レポートと呼ばれ公表前から注目されていた欧州委員会の成果物である (作成自体は 1 年前に決まっていたものだ)。詳しい内容は別の機会に議論したいと考えるが、同報告書では米国や中国に劣後する EU の産業競争力を如何に改善するかという問題意識の下、執筆されている。記者からは同報告書に因んで「ドラギ・レポートの提案を実現するために、何らかのかたちで金融政策を調整するつもりがあるか」という質問が飛んでいるが、ラガルド総裁は「報告書には、ECB の使命を変更するべきだという示唆は見当たらない」としてほぼ取り合っていない。あくまで報告書が要求するのは「政府が責任を負うことになる多くの重要な構造改革」と述べ、それは「中央銀行の責任ではありませんが、政府の責任です」と重ねて政府の役割を強調している。実際、報告書では「EU は年間 7500 億ユーロから 8000 億ユーロの追加投資が必要」と述べられており、かつての戦後復興に用いられたマーシャルプランよりも遥かに大きな規模での財政出動を要求している。ゆえに、一義的には加盟国政府とその執行機関である欧州委員会に矢印が向けられた報告書と言える。EU ないしユーロ圏の歴史は「政府の失政を ECB が尻ぬぐいする」という構図が続いてきたこともあり、ECB としてはドラギ・レポートに賛同する部分が非常に大きいのではないかと察する (少なくともラガルド総裁はそうのようにコメントしている)。

2025 年以降への言質は得られず

一昨日のプレビューでも議論したように、このままいけば今年末までは労働市場の減速と HICP の安

定は確認されそうであることから、12月会合で3度目の利下げに至ることはさほど難易度は高くない。会見でもラガルド総裁は「我々の以前の予測が裏付けられ、タイムリーに目標に向かっている。特に 2025 年の間に、インフレ率は我々の 2% 目標に向かって低下する」と述べている。2024 年中の利下げ路線は堅く、2025 年に入ってからその歩みは持続可能というのが現在のメインシナリオになる。政策金利の長期見通しに関わる中立金利水準について質す記者も現れているが、ラガルド総裁は観測不能な中立金利についてコメントすることを避け、「目標に近づくにつれて、目標に到達したかどうかがよくわかるようになる (as we get closer to it, we will know certainly better)」と濁している。

しかし、これまで執拗に論じているように、仮に求人広告賃金の先行性を信じるのであれば（実際にこれに応じた労働市場の減速を ECB は予見してきた）、年明け以降の賃金・物価情勢が果たして減速し続けるのかという不透明は残る。今回改定された

ECBのスタッフ見通し(2024年9月)

(%)

	2023	2024	2025	2026
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2024年6月)	5.4	2.5	2.2	1.9
コアHICP (前回:2024年6月)	4.9	2.9	2.3	2.0
実質GDP (前回:2024年6月)	0.5	0.8	1.3	1.5
	0.6	0.9	1.4	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1.09~1.10。

※コアはエネルギー・食品を除く

スタッフ見通し(図)を見ても、インフレ率(HICP)は総合ベースで24年から26年にかけて+2.5%、+2.2%、+1.9%と6月時点の予測が引き継がれているが、コアベースでは24年から25年にかけて+0.1%ずつ引き上げられている。この点、最新のHICPにおいてサービスの加速が見られていることを指摘し、その問題意識を質す記者も現れている。ラガルド総裁は基本的には好調な企業利益が賃上げを吸収するためサービスの騰勢も落ち着いてくるという従前の見方を踏襲しているが、その一方で「it's obviously a sector that is resistant and to which we have to be very attentive」と述べ、警戒を解くべきではない姿勢も示している。ちなみに実質成長率に関しては24年に+0.8%、25年に+1.3%、26年に+1.5%とそれぞれ▲0.1ポイントずつ下方修正されており、これらは個人消費の弱さや地政学リスクによる純輸出の落ち込みを織り込んだとされている。現状程度の修正幅であれば大きな問題ではないが、「成長率は下方修正、HICPは下げ止まり」という構図が続けば、スタグフレーション的でもあり、利下げを既定路線とするECBにとってはリスクシナリオと言える。

「日銀以外は全部ハト」という前提の怖さ

議論を欧州の外まで拡げて展開した場合、必要以上に欧米中銀のハト派傾斜を織り込もうとする動きにはやはり警戒が必要にも感じる。現状、過去2年半では最も欧米を中心とする世界の中央銀行に対して利下げ期待が強まっており、昨日は米債市場にける逆イールドの解消(順イールドの定着)が話題になっていた。目先の利下げ路線に対する強い確信が市場を支配している状況と言えるだろう。片や、欧米とは対照的な立ち位置にある日銀の状況を踏まえ、円に対する強気な見方が跋扈する現状がある。

こうした「日銀以外は全部ハト」という前提はどこまで盤石なのか。多くの市場参加者は今後の欧米経済の継続的失速を自明の前提としており、これは過去の利上げ効果が今後顕現化する以上、必然の帰結はある。しかしながら、リーマンショックやパンデミックを経て「実体経済減速には超低金利対応」という常識が刷り込まれている市場参加者が多いことは気がかりにも感じる。過去15年以上にわたって、多

くの市場参加者は「普通の循環的な景気後退」に慣れておらず、極端な失速と極端な対応に慣れきっている面が大きくなってはいないだろうか。必然、円金利から見れば、対米金利差、対欧金利差の顕著な縮小とこれに伴う円高が叫ばれやすくなるわけだが、実際は自然利子率が恐らくは日本より高い欧米の景気失速が限定的で、さほど円金利との格差も縮まらないというシナリオも十分考えられる。

今回のラガルド総裁会見はハト派方向に視線を向けつつ、いつでもタカ派方向へ旋回できる半身姿勢を強調するものであった。HICP や雇用・賃金に係る計数次第で状況が急変する可能性を念頭に置くべきであり、ユーロ相場に関しても「利下げに応じてユーロ安」という単純な見通しが今後 1 年間にわたって本当に通用するのか熟考が必要である。

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9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「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～)
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協賛金と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