みずほマーケット・トピック（2024 年 10 月 18 日）

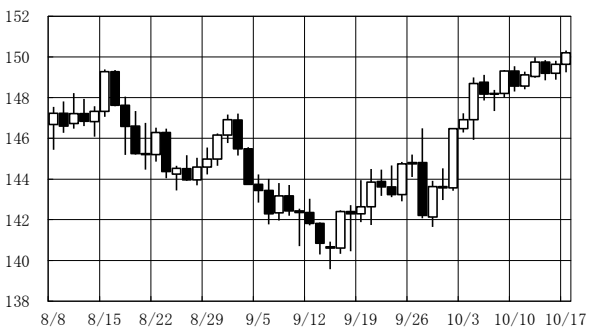
内容　1．為替相場の動向　2．来週の注目材料
3．本日のトピック：ECB 政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～

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/円は週後半に急上昇、150円を突破し約2か月半ぶりの高値を付けた。週初14日、149.32円でオープンしたドル/円は日米休場で薄商いの中、アジア時間は149円台前半で小動き。海外時間は、複数のFRB高官による利下げペースに慎重な発言を受けて米金利が上昇するのと共に150円手前まで上昇した。15日、ドル/円は149円台後半でのもみ合い推移が継続。海外時間は、米金利低下に合わせて一時、148円台後半まで下げ幅を拡大した後、持ち直して149円台を回復。その後は、米10月NY連銀製造業景気指数の予想を大幅に下回る結果に軟化も影響は限定的で、結局149円台前半で引けた。16日、ドル/円は安達日銀審議委員の発言を受けて上下し、週安値の148.83円を付けた後、149円台前半まで反発した。海外時間は新規材料に欠ける中、149円台前半で推移後、米株高を好感して149円台後半まで上昇した。17日、ドル/円は様子見ムードの中で、149円台半ばを中心とした上下動が継続。海外時間は、米9月小売売上高を始め複数の米経済指標が強含んだことで米金利上昇と共に一気に150円台に乗り、8月1日以来の高値となる150.32円まで値を上げた。本日のドル/円は、引き続き150円付近の高値圏で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは週後半にかけて続落し軟調推移。週初14日、1.0924でオープンしたユーロ/ドルは日本と米国が休場で市場参加者が少ない中、週高値の1.0936まで小幅高も、米金利上昇が重しとなり1.08台後半まで下落した。15日、ユーロ/ドルは中国株安を嫌気し、1.09割れまでじり安も、独10月ZEW景気期待指数の良好な結果や米金利低下が支援材料となり一旦は1.09台を回復。ただ、その後は伸び悩み1.08台後半へ再度下落した。16日、ユーロ/ドルは翌日にECB政策理事会を控えて上値の重い展開。利下げ観測の高まりを背景に独金利低下と共に1.08台半ばまで水準を切り下げた。17日、ユーロ/ドルは様子見の中、1.08台半ばで小動きが継続。注目のECB政策理事会では予想通り政策金利を▲25bp引き下げ、公表直後はユーロ買い優勢となるも、その後のラガルドECB総裁のハト派発言や、一連の米経済指標の強い結果が重しとなり週安値の1.0811まで急落した。本日のユーロ/ドルは、1.08台前半で取引されている。

		前週末	今週			
		10/11(Fri)	10/14(Mon)	10/15(Tue)	10/16(Wed)	10/17(Thu)
ドル/円	東京9:00	148.72	149.32	149.74	149.11	149.56
	High	149.28	149.98	149.83	149.81	150.32
	Low	148.41	149.14	148.85	148.83	149.25
	NY 17:00	149.12	149.78	149.20	149.66	150.24
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0935	1.0924	1.0909	1.0883	1.0858
	High	1.0953	1.0936	1.0916	1.0901	1.0874
	Low	1.0927	1.0888	1.0882	1.0854	1.0811
	NY 17:00	1.0936	1.0909	1.0893	1.0863	1.0831
ユーロ/円	東京9:00	162.61	162.99	163.35	162.22	162.33
	High	163.40	163.60	163.40	162.84	162.75
	Low	162.34	162.95	162.35	162.19	161.85
	NY 17:00	163.11	163.36	162.43	162.49	162.71
日経平均株価		39,605.80	-	39,910.55	39,180.30	38,911.19
TOPIX		2,706.20	-	2,723.57	2,690.66	2,687.83
NYダウ工業株30種平均		42,863.86	43,065.22	42,740.42	43,077.70	43,239.05
NASDAQ		18,342.94	18,502.69	18,315.59	18,367.08	18,373.61
日本10年債		0.95%	-	0.97%	0.95%	0.96%
米国10年債		4.10%	-	4.03%	4.02%	4.09%
原油価格(WTI)		75.56	73.83	70.58	70.39	70.67
金(NY)		2,676.30	2,665.60	2,678.90	2,691.30	2,707.50

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、23 日(水)に 9 月中古住宅販売件数が、24 日(木)に 9 月新築住宅販売件数が公表される予定だ。前回 8 月分の中古住宅販売件数は 386 万件となり、市場予想の 390 万件および 7 月の 396 万件を下回った。新築住宅販売件数に関しては、71.6 万件となり市場予想の 70 万件は上回ったものの、7 月の 75.1 万件からは減少した。住宅市場の大半を占める中古住宅販売件数は 10 か月ぶりの低水準となっており、需要の低調さが鮮明になっている。もっとも、全米抵当貸付銀行協会(MBA)が公表する 30 年物固定住宅ローン契約金利は、9 月 20 日に 6.13%と 2 年ぶりの低水準となった。FRB の大幅利下げの期待に先行した動きだろう。こうした流れを背景に、全米不動産業者協会(NAR)は 8 月中古住宅販売件数の公表時に、今後数か月で住宅販売が増える可能性を指摘している。ただし、足許にかけてはやや雲行きが怪しくなっている。上述の 30 年金利は、直近の 10 月 11 日時点で 6.52%と反発基調にあるからだ。米国債利回りの上昇に連れた動きではあるが、仮にこの流れが続いた場合、住宅販売の低迷もより長期化する可能性が高いだろう。なお、9 月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、中古住宅販売件数を 390 万件、新築住宅販売件数を 71.3 万件と見込んでいる。

・ 本邦では、27 日(日)に衆議院解散総選挙を控える。石破新首相は 9 日午後、衆議院本会議において解散を決定した。総理大臣就任から解散までの期間は戦後最短となっている。同日夜には記者会見で、「国民の納得と共感なくして政治を前に進めることはできない」と述べ、異例の早期となった解散決定の理由を説明した。政治資金収支報告書への不記載に関する問題において自民党への批判は根強く、野党はこれに関し批判姿勢を強めている。なお、石破新政権の内閣支持率は発足直後としては低めに出ていることは各種報道でも明らかになっており、もし今回の解散総選挙で与党が獲得議席を大幅に減らす事態に至った場合、早くも政権運営が不安定になる可能性が高いだろう。

石破首相は「物価高の克服」を柱とした総合経済対策の作成に動いているが、実質所得環境を守るという観点では、来年の賃上げに向けた機運も当然重要だ。この点、本日は連合が中央執行委員会を開く予定だ。「2025 春季生活闘争 基本構想」も併せて公表される見込み。2024 年は結果として組合の要求を上回るベアが実現した。法人企業統計や日銀短観などを踏まえる限り、特に大企業の賃上げ余力は十分だが、中小企業を中心に「防衛的賃上げ」を強いられ既に余力は少ない、との見方もある。なお、16 日には、連合が来年春闘で賃上げ要求方針を+5.0%以上とする旨が報道されている。

	本　　邦	海　　外
10 月 18 日(金)	・連合　第 13 回中央執行委員会 ・9 月 CPI	・独 9 月消費者物価指数（確報）
21 日(月)	――――――――――――――	・独 9 月生産者物価指数 ・IMF 世銀　年次総会（～26 日まで）
22 日(火)	――――――――――――――	――――――――――――
23 日(水)	――――――――――――――	・ユーロ圏 10 月消費者信頼感（速報） ・米 9 月中古住宅販売件数 ・米ベージュブック公表
24 日(木)	・10 月製造業/非製造業 PMI（速報） ・9 月工作機械受注（確報）	・ユーロ圏 10 月製造業/非製造業 PMI（速報） ・米 10 月製造業/非製造業 PMI（速報） ・米 9 月新築住宅販売件数
25 日(金)	・10 月東京消費者物価指数 ・9 月企業向けサービス価格指数 ・8 月景気動向指数（確報）	・独 10 月 IFO 企業景況感指数 ・米 9 月耐久財受注（速報） ・米 10 月ミシガン大学消費者マインド（確報）

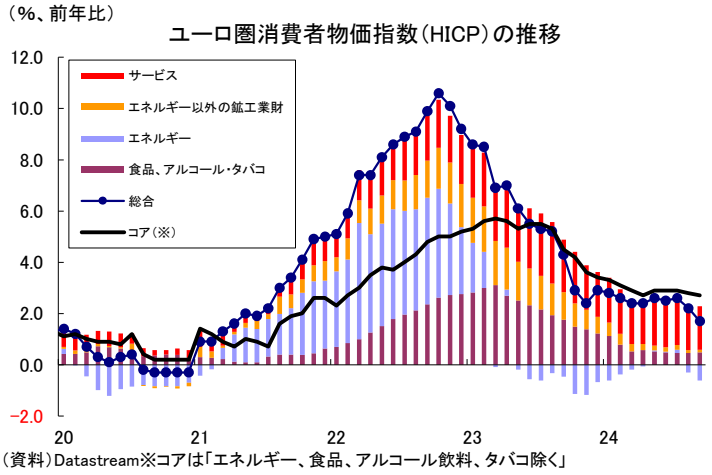
【当面の主要行事日程(2024 年 10 月～)】

衆議院解散総選挙　投開票(10 月 27 日)
IMF 世銀・年次総会（10 月 21 日～26 日）
日銀金融政策決定会合（10 月 30～31 日、12 月 18～19 日、1 月 23～24 日）
米大統領選挙　投開票（11 月 5 日）
FOMC（11 月 6～7 日、12 月 17～18 日、1 月 28～29 日）
ECB 政策理事会（12 月 12 日、1 月 30 日、3 月 6 日）

3. ECB 政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～

既定路線の利下げ

昨日の ECB 政策理事会は 2 会合連続で主要政策金利を▲25bp ずつ引き下げることを決定し、市場の注目する預金ファシリティ金利は 3.50%から 3.25%へ引き下げられている。会合前にはユーロ圏 9 月消費者物価指数（HICP）が 3 年 3 か月ぶりに 2%を割り込み（図）、製造業 PMI を筆頭とする域内景況感がドイツを中心として顕著に悪化する中、ビルロワドガロー・フランス中銀総裁からはリセッション懸念の再浮上を示唆する発言もあり、10 月利下げはほぼ確実される状況にあった。明らかに弱含む域内の経済・金融情勢を踏まえれば、今回の決定は既定路線であったと言える。過去の本欄でも論じたように、既に HICP の動向は ECB のスタッフ見通しを下回っているため（7～9 月期平均で+2.2%に対し、ECB 想定は+2.3%）、今回の利下げに説得力はある。



（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」

単なる backward looking では？

会見の争点も域内の経済・金融情勢であった。まず、最初の記者による「今後、複数回にわたる利下げを行うつもりなのか（ECB はギアチェンジしたのか）」という質問に対しラガルド ECB 総裁は「We have all the available data all heading in the same direction（入手可能なデータはすべて同じ方向に向かっている）」と述べ、何を見ても悪いのだから利下げして当然という現状を説明している。より具体的には「Whether you looked at inflation numbers, headline core, whether you looked at PMI numbers, all categories, composite manufacturing, services, employment – are heading downwards as well（インフレに関しては総合でもコアでも、PMI に関しては総合でも製造業でもサービスでも雇用でも全カテゴリで、一様に下降傾向にある）」と語気を強めて回答している。これらは本欄のプレビューでも確認した通りで、現状ではインフレ抑制よりもリセッション懸念まで浮上する内容である。

ラガルド総裁は「弱い経済指標に基づいた利下げは従前より ECB が強調してきた data dependent の姿勢を裏付けるもの」という点を強調しており、12 月会合に向けても「We are going to continue doing exactly the same thing（私たちはまったく同じことを続けるつもりだ）」と述べている。これは額面通り受け止めれば、その通りだが、若干の違和感も覚えた。というのも、7 月時点では「追加利下げはあったとしても 12 月」という見方が多かった。そうした読みが最近 2 か月間で発表された経済指標を受けて修正を強いられているのが現状である。これを data dependent と言えばその通りかもしれないが、意地の悪い見方をすれば backward looking になっているだけとも言える。もちろん、（筆者を含め）市場は域内の賃金インフレが再燃するリスクを夏時点では感じていたところ、ECB はしっかりその鎮静化を予見していた。その意味で利下げ路線は forward looking な政策運営の基づいているとも言える。

しかし、果たしてここまで連続的な実体経済の悪化まで読めていたのかどうかは定かではない。そもそも ECB が名目賃金上昇の鎮静化を予見している背景には妥結賃金に伴うラグや一時金の影響が剥落す

る可能性などがあり、域内経済の大幅減速（ひいてはリセッション）まで織り込んでいたわけではない。現在直面しているユーロ圏経済の失速が全て ECB の想定の範囲内ということではない。

インフレ抑制から景気刺激へ？

実際、記者からは「依然としてソフトランディングがメインシナリオなのか」という心配混じりの質問が出ている。その上で同じ記者は「ECB の懸念はインフレから成長懸念に移ったと理解して良いか」とも述べている。筆者も全く同じ印象を抱いている。ラガルド総裁は「何を見ても悪い現状はディスインフレのプロセスが進行中である」という事実を連呼しているが、ディスインフレのプロセスが行き過ぎれば必然的にリセッションのリスクが浮上してくる（実際、会合前にビルロワドガロー・フランス中銀総裁がこの点を懸念すべきではないかという発言をして話題になっている）。現在の利下げの目的がインフレ抑制から景気刺激に目的が変わろうとしている雰囲気は今後、多くの市場参加者が感じてくる可能性がある。にわかに浮上するリセッション懸念に対し、ラガルド総裁は「we certainly do not see a recession（決してリセッションの可能性は見ていない）」と一蹴している。また、インフレ抑制か、景気刺激かという政策目的の二者択一については言明せず、「we have to be particularly attentive to both（特に両方に気を配るべき）」とお茶を濁している。

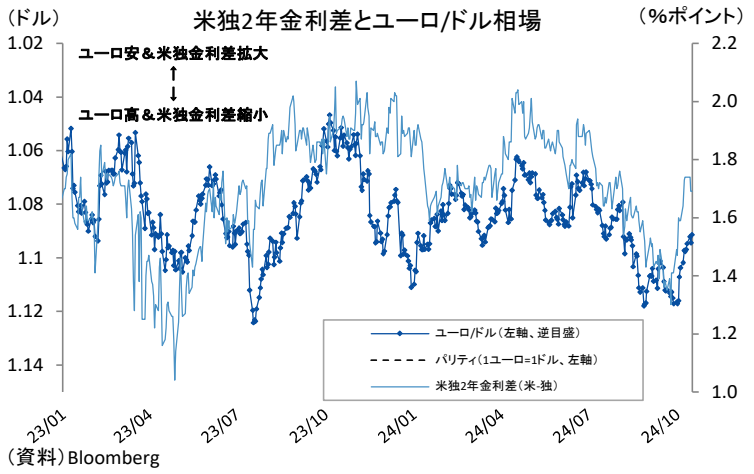
ちなみに今回の声明文には「The incoming information suggests that economic activity has been somewhat weaker than expected」と明記され、ラガルド総裁自身も 9 月 HICP の減速は「少し驚いた a little bit surprised」と述べていることを踏まえれば、政策理事会として景気減速が想定以上のものになっていることは間違いない。ただ、それがリセッションに至ることはないというのが現状の基本認識と見受けられる。いずれにせよ、次回 12 月会合までは 8 週間と通常よりも長めの間隔が設けられている。その分、多くの情報が手に入ることになるため、ラガルド総裁の強調する data dependent のための材料が豊富であることも意味する。12 月時点でもリセッションに対する認識が不変なのかは注目される。

インフレ警戒は一応残っている

なお、インフレ警戒が無くなったのかと言えば、声明文や会見を見る限り、そうではない。ある記者は「数か月前にインフレの首をへし折る（break the neck of inflation）ことを約束しましたが、もうへし折ったという認識ですか」といった趣旨の質問を投げかけている。これに対しラガルド総裁は「まだです（Have we broken the neck of inflation? Not yet）」と明言している。厳密には「But are we breaking the neck of it? Yes, I think so. It's not broken completely yet, but we're getting there」という表現で言い直しており、結局は「ディスインフレのプロセスが進行中」という意図を言い換えているに過ぎないが、連続利下げの正当性に疑義を残すような言い回しではある。また、声明文のインフレ項目に目をやると「Negotiated wage growth will remain high and volatile for the rest of the year, given the significant role of one-off payments and the staggered nature of wage adjustments（賃金調整は段階的にしか行われないため、妥結賃金の上昇率は年内高止まりし不安定な状態が続く）」と明記されていることから、政策理事会として賃金インフレ懸念の解消を宣言するには至っていないことが分かる。金融市場は ECB の連続利下げをはっきり織り込んでいるが、そうではない展開に対し ECB は一応のヘッジは打っている。

あまりに対照的な欧米景気～1.05 割れはあるか？～

ユーロ相場にとっては明らかに逆風が強まっている。上述したように 12 月政策理事会まで 8 週間もあるため、その間に域内の経済・金融情勢が急改善を果たす可能性が無いわけではないが、むしろ現在の失速が鮮明になる展開の方が可能性は高そうではある。基本的には一足早く発表されているソフトデータ（景況感など）の悪化に追随するようにハードデータ（GDP など）の悪化が明らかになってくるというのが当面予想される展開だろう。メインシナリオとしては年内にあと▲25bp を 1 回、年明け 1～3 月期に▲50bp（▲25bp×2 回）までは既定路線と考えたい。これに対し FRB は 11 月の 1 回は既定路線としても、12 月以降に関しては全く約束されていない。昨日発表された米 9 月小売売上高が市場予想を上回ったことが注目されているが、仮に米 10 月雇用統計（11 月 1 日発表）が強含んだ場合、11 月利下げすら本格的に怪しくなるだろう。今後の経済・金融情勢に関し、リセッションシナリオへの回帰が争点化しているユーロ圏と、リセッション回避（ノーランディング）シナリオが争点化している米国の対照性はここにきて際立っており、それはそのまま欧米金利差、ひいてはユーロ/ドル相場の水準に反映されやすい（図）。今後 1 年間の展開として 1.05 割れを臨む展開があるかどうかに注目したい。



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10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年9月分）
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観（9月調査）と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について（2024年6月末時点）
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版（145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～）
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年8月分）
	週末版（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～）
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パイアス～
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～「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）