

みずほマーケット・トピック(2024 年 11 月 22 日)

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

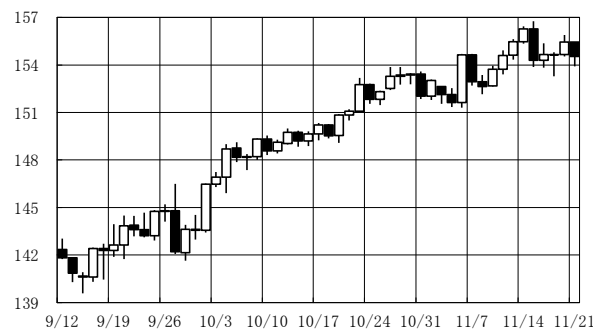
3. 本日のトピック: 史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏 7-9 月期妥結賃金を受けて～

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」)

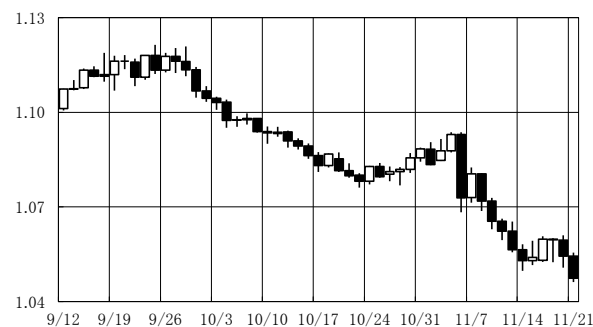
- 今週のドル/円は振れ幅を伴うも、154円台を中心としたもみ合いの展開となった。週初18日、154.67円でオープンしたドル/円は植田日銀総裁会見に対する警戒感から一時153円台後半まで軟化も、早期追加利上げを示唆する内容とならなかったことを受け円売りが加速。瞬間的に155円に乗せた後は上値重く推移。海外時間は、米金利上昇と共に再び155円台に乗せるも、長くは続かず154円後半へ下落した。19日、ドル/円は加藤財務相の円安けん制発言や米金利低下を嫌気し154円付近まで下落後、値を戻し下に往って来い。海外時間は、ウクライナ情勢緊迫化を背景にリスク回避の円買いが加速し、一時週安値の153.28円へ急落。その後は米金利反発につれる格好で、154円台後半を回復した。20日、ドル/円は地政学リスクの高まりによるドル高の流れを受け155円台に続伸。海外時間は、米金利上昇を横目に一時週高値となる155.86円まで上値を伸ばしたが、米金利が下げに転じる中で155円台前半に値を下げた。21日、ドル/円はFRB高官によるハト派な発言や植田総裁によるタカ派な発言を受け一時154円台半ばに下押し。海外時間は、米経済指標の弱い結果を受け一時154円割れとなるも、その後は米金利上昇とともに154円台半ばに水準を切り上げた。本日のドル/円は、本邦物価統計の強い結果を背景に円買いとなり、154円付近で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは週後半に急落し、先週付けた13か月ぶりの安値を更新した。週初18日、1.0536でオープンしたユーロ/ドルは米金利低下が好感され、1.06付近までじり高となった。19日、ユーロ/ドルはウクライナ情勢緊迫化によるリスク回避のドル買いの動きや独金利低下を嫌気し1.05台前半まで下落も、その後戦況悪化に対する懸念が後退すると1.05台後半に反発し、下に往って来いの展開になった。20日、ユーロ/ドルは一時週高値となる1.0610を付けた後は米金利上昇や独10月生産者物価指数の冴えない結果が重しとなり、1.05台前半に反落した。21日、ユーロ/ドルは米金利上昇が重しとなり1.0462まで急落し、2023年10月4日以来の安値水準を記録した。本日のユーロ/ドルは、引き続き週安値圏で取引されている。

		前週末	今 週				
		11/15(Fri)	11/18(Mon)	11/19(Tue)	11/20(Wed)	11/21(Thu)	
ドル/円	東京9:00	156.48	154.67	154.61	154.72	155.20	
	High	156.76	155.36	154.80	155.86	155.41	
	Low	153.86	153.84	153.28	154.55	153.91	
	NY 17:00	154.17	154.71	154.69	155.43	154.54	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0528	1.0536	1.0594	1.0608	1.0546	
	High	1.0593	1.0607	1.0601	1.0610	1.0555	
	Low	1.0517	1.0525	1.0524	1.0507	1.0462	
	NY 17:00	1.0541	1.0599	1.0597	1.0544	1.0474	
ユーロ/円	東京9:00	164.85	162.59	163.79	164.12	163.73	
	High	165.03	163.90	163.92	164.71	163.74	
	Low	162.33	162.29	161.50	163.23	161.75	
	NY 17:00	162.70	163.83	163.90	163.79	161.82	
日経平均株価		38,642.91	38,220.85	38,414.43	38,352.34	38,026.17	
TOPIX		2,711.64	2,691.76	2,710.03	2,698.29	2,682.81	
NYダウ工業株30種平均		43,444.99	43,389.60	43,268.94	43,408.47	43,870.35	
NASDAQ		18,680.12	18,791.81	18,987.47	18,966.14	18,972.42	
日本10年債		1.07%	1.07%	1.06%	1.07%	1.09%	
米国10年債		4.44%	4.41%	4.40%	4.41%	4.42%	
原油価格(WTI)		67.02	69.17	69.24	68.75	70.10	
金(NY)		2,570.10	2,614.60	2,631.00	2,651.70	2,674.90	

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

- 米国では、27日(水)に10月個人消費支出(PCE)デフレーターが公表予定となっている。前回9月の結果は、総合ベースでは+2.1%(前年比、以下同様)と市場予想に一致し、8月分の+2.3%から伸びが鈍化した。一方、コアベースでは、+2.7%と8月から横ばいになったが、市場予想の+2.6%を僅かに上振れた。非コア部分の食品・エネルギー価格は、8月の▲1.1%から▲2.1%に下落幅が拡大し、全体の伸びを抑制した。半面コア部分に関しては、財・サービス双方において、8月から大きな伸びの変化は確認されなかった。しかしながら、FRBが重視する居住費除くコアサービス価格を確認すると、ブルームバーグの試算によれば+4.38%と3か月ぶりに伸びが加速に転じている。総じて、インフレ抑制は道半ばと評価できる。以降、足許にかけて複数の物価関連指標が公表されているが、強めの結果が目立っている。今回統計でも強めの内容となった場合、FRBの利下げ期待はさらに後退する可能性がある。なお、ブルームバーグの事前予想では、10月の結果に関し総合ベースで+2.3%、コアベースで+2.8%と見込んでいる。

そのほか、26日(火)にはFOMC議事要旨(11月会合分)が公表される予定だ。11月会合は、FF金利の誘導目標を▲25bp引き下げることを全会一致で決定した。前回9月会合で4年半ぶりに利下げ(▲50bp)を実施したのち、2会合続けての利下げとなった。声明文では、物価や労働市場に関する評価が若干上方修正され、ハト派姿勢の後退が感じ取れた。ただし、パウエルFRB議長は、「勝利宣言はしないが、今後数年間、でこぼこ道を経つつもインフレ率が2%前後で落ち着くというストーリーはかなり一貫性がある」と述べており、追加利下げの可能性に含みを持たせている。とはいえ、直近の発言である14日の講演を確認すると、利下げを急ぐ必要はないとの見解が示されている。ここもとの一連の強い経済指標を受け、スタンスをややタカ派にシフトしていると推察される。実際、市場によるFRBの利下げ期待も、足許では大きく後退している。今回の議事要旨では、会合時点における各メンバーのより詳細な意見が明らかになる。タカ派な内容が目立つようであれば、やや優勢となっている12月会合における利下げの予測も消失する可能性がある。

	本 邦	海 外
11月22日(金)	・10月消費者物価指数 ・11月製造業/非製造業PMI(速報)	・ユーロ圏11月製造業/非製造業PMI(速報) ・米11月製造業/非製造業PMI(速報) ・米11月ミシガン大学消費者マインド(確報)
25日(月)	・9月景気動向指数(確報)	・独11月IFO企業景況感指数
26日(火)	・10月企業向けサービス価格指数	・米9月FHFA住宅価格指数 ・米10月新築住宅販売件数 ・米11月コンファレンスボード消費者信頼感 ・米FOMC議事要旨(11月会合分)
27日(水)	—————	・独12月GfK消費者信頼感 ・米7～9月期GDP(改定値) ・米10月耐久財受注(速報) ・米10月個人所得/支出 ・米10月個人消費支出デフレーター ・米10月中古住宅販売仮契約
28日(木)	—————	・ユーロ圏11月消費者信頼感(確報) ・独11月消費者物価指数(速報)
29日(金)	・10月失業率/有効求人倍率 ・11月東京消費者物価指数 ・10月小売売上高 ・10月鉱工業生産(速報) ・10月住宅着工件数 ・11月消費者態度指数	・ユーロ圏11月消費者物価指数(速報)

【当面の主要行事日程(2024年11月～)】

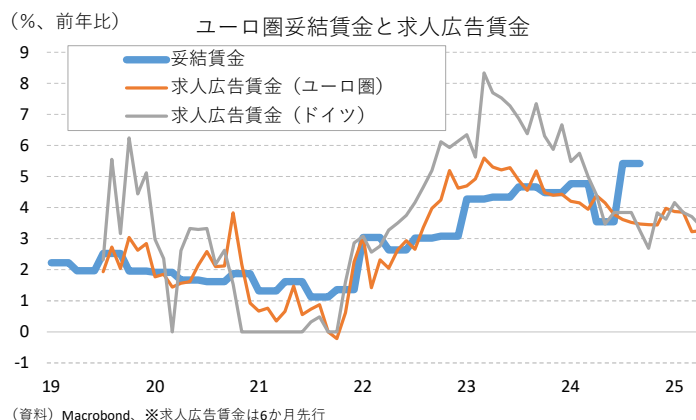
ECB政策理事会(12月12日、1月30日、3月6日)

FOMC(12月17～18日、1月28～29日、3月18～19日)

日銀金融政策決定会合(12月18～19日、1月23～24日、3月18～19日)

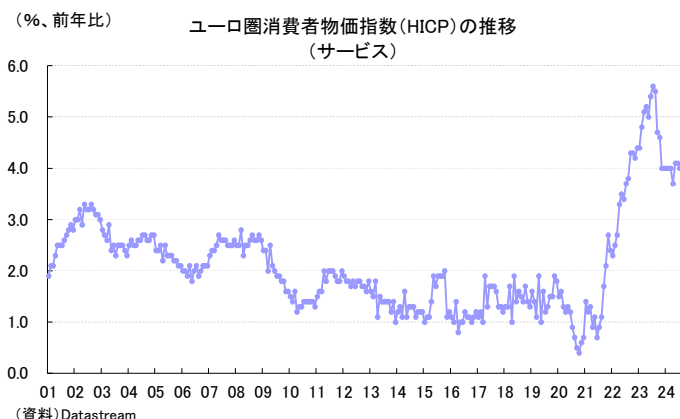
3. 史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏 7-9 月期妥結賃金を受けて～ 史上最大の伸び

一昨日（20 日）、ECB の「次の一手」を読む上で重要と目されるユーロ圏 7～9 月期妥結賃金が発表されている。結果は前年比 +5.4%と前期の+3.5%から加速し、統計開始以来で最大の伸び率を記録している。同データが公表される前日（19 日）にはドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）がドイツの 7～9 月期妥結賃金として+8.8%と前期の+3.1%から 3 倍近くの数字を公表しており、これが 1993 年以来夏以来の強い数字として注目されていた。今回、ユーロ圏の強い仕上がりもドイツの勢いに駆動された部分が大い。ブンデスバンクはこの背景について主に小売部門、卸売部門、外国貿易部門が強い数字となった結果だと述べており、景気の弱さに応じてより高い賃金を所望することで乗り切ろうという労働者の思惑を指摘している。



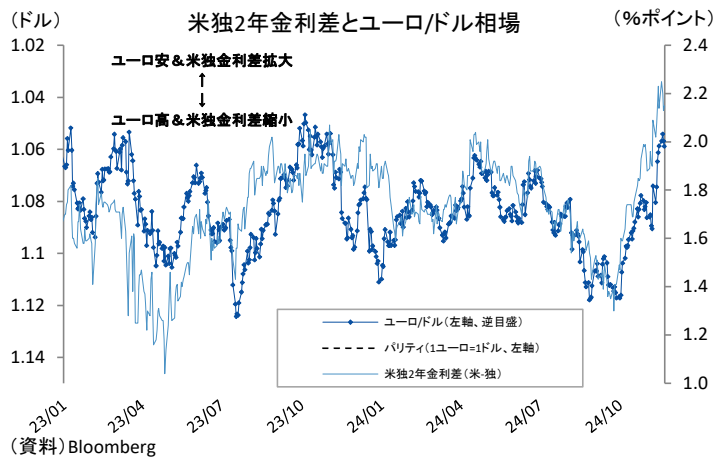
2025 年以降の失速と▲50bp の妥当性

しかし、今後に関してブンデスバンクは「the forthcoming wage negotiations to result in distinctly lower agreements」とも明記しており、これは ECB が域内全体に対して持つ相場観と一致する。実際、図表を見ても求人広告賃金が今後のドイツやユーロ圏について妥結賃金の上振れを示唆しているわけではない。今回、求人広告賃金が示唆する以上に妥結賃金が上振れたのは過去の購買力を復元する意図も込めて企業側が一時金対応を行ったからというのが ECB の繰り返してきた説明である。今後、求人広告賃金に収斂するように、妥結賃金も落ち着くというのが ECB やブンデスバンクの公式見解であり、金融市場もこれを織り込んでいるからこそ 12 月 12 日の政策理事会における利下げを既定路線と見ている。とはいえ「▲25bp ではなく▲50bp」という幅に関して筆者は懐疑的である。今晚発表の PMI や 29 日発表のユーロ圏 11 月消費者物価指数（HICP、速報）次第ではあるが、可視化されている妥結賃金やサービス価格の強さを踏まえると（図）、如何に「今後は下がる」という見通しを持っていたとしても▲50bp は踏み



込みにくいだろう。ECB が伝統的に注目する 5 年先 5 年物インフレスワップフォワードも低下傾向にあるとはいえ、現時点では 2% を割り込んでいるわけではない。インフレ期待のアンカーが外れたゆえに大幅利下げが必要と判断すべきかどうかは微妙な情勢と言える（前頁図・下）。もっとも見方によっては「アンカーが外れてからでは遅いので今動くべき」と言えなくもない状況ではある。

そもそも、予想よりも高い賃上げ率が続く中で企業の強気な価格設定行動に繋がっていくリスクは燻っており、だからこそ ECB から利下げを決め打ちするような情報発信は控えられてきた経緯がある。筆者は依然として▲25bp の利下げを想定している。とはいえ、それは 12 月会合の▲50bp 利下げ観測に限った話であり、2025 年上半期を通じて利下げが継続するということには筆者も異論はない。現状、金融市場は 4 月までの 4 会合で▲125bp を織り込んでいる。これが最もハト派なケースだとしても、順当に行けば▲75～▲100bp という政策金利の軌道はあり得る（4 月までに毎会合で▲25bp もしくは 1 回だけスキップの場合）。足許でユーロ/ドル相場が 1.05 を安定的に割り込んでいるのは「利下げの終わりが近い FRB、利下げの終わりが見えない ECB」という対照性が認知され始めたからであり、この点は「中期為替相場見通し」で想定している展開通りである（図）。



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11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
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」～
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、「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