

みずほマーケット・トピック(2024年12月6日)

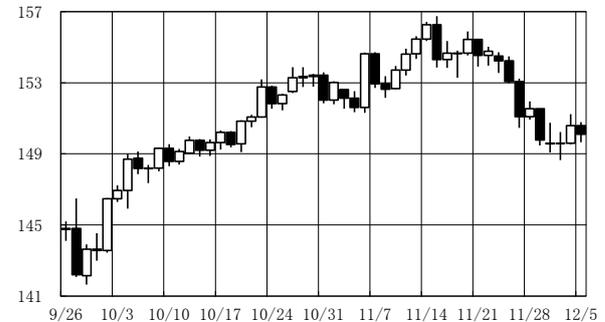
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～	

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」)

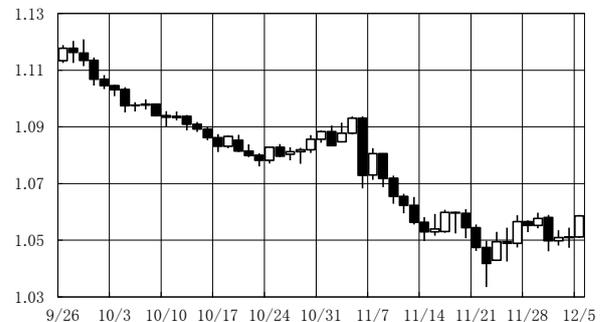
- 今週のドル/円は150円を挟んで方向感なく推移した。週初2日、149.86円でオープンしたドル/円は堅調な日本株を横目に150円台後半に上昇。海外時間は、米金利低下やウォラーFRB理事によるハト派発言が重しとなり、149円台半ばで上値重く推移した。3日、ドル/円は日本株上昇を受け150円台を回復。海外時間は、米金利低下や韓国政情不安に伴う市場心理悪化を受けて一時週安値となる148.65円まで急落も、米10月JOLT求人件数の強い結果を受けた米金利反発を好感し、149円台半ばへ値を上げた。4日、ドル/円は日銀の利上げ織り込み剥落や市場心理回復を受けた円の戻り売りもあり、150円に乗せる展開。海外時間は、一時週高値となる151.23円まで続伸も、軟調な米経済指標を受けた米金利反落が重しになり150円に値を下げた。その後は、パウエルFRB議長のタカ派発言もあり150円台半ばに値を戻して引けた。5日、ドル/円は中村日銀審議委員のタカ派発言を受けて年内利上げ観測が再台頭し、150円を割り込んだ。海外時間は、米金利上昇を支えに150円台後半に反発する場面もあったが、その後米金利が低下に転じる動きに合わせ、150円付近に値を下げた。本日のドル/円は、引き続き150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。週初2日、1.0546でオープンしたユーロ/ドルは仏政局を巡る先行き不安や米金利上昇が嫌気され、一時週安値となる1.0462まで下落した。3日、ユーロ/ドルは韓国政情不安に伴う市場心理悪化を受け一時的に下落する場面もあったが、欧州株堅調推移や独金利上昇が下支えとなり1.05台前半を中心に底堅く推移した。4日、ユーロ/ドルは米金利動向に合わせて1.05を挟んで上下し、方向感の無い動きに終始した。5日、ユーロ/ドルは、仏政府高官の相次ぐ情報発信で政局を巡る不透明感が一巡したことや、独10月製造業受注の良好な結果を受けた独金利上昇が支援材料となり一時週高値となる1.0589まで急伸した。本日のユーロ/ドルは、引き続き高値圏で取引されている。

		前週末	今 週			
		11/29(Fri)	12/2(Mon)	12/3(Tue)	12/4(Wed)	12/5(Thu)
ドル/円	東京9:00	151.19	149.86	149.53	149.61	150.54
	High	151.53	150.75	150.24	151.23	150.75
	Low	149.47	149.09	148.65	149.53	149.66
	NY 17:00	149.73	149.58	149.63	150.63	150.07
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0560	1.0546	1.0501	1.0510	1.0512
	High	1.0597	1.0586	1.0535	1.0544	1.0589
	Low	1.0542	1.0462	1.0481	1.0472	1.0509
	NY 17:00	1.0576	1.0498	1.0509	1.0509	1.0588
ユーロ/円	東京9:00	159.49	158.02	157.20	157.20	158.20
	High	159.49	158.64	157.90	158.63	159.35
	Low	158.04	156.40	156.19	157.05	157.59
	NY 17:00	158.28	157.02	157.23	158.27	158.91
日経平均株価		38,208.03	38,513.02	39,248.86	39,276.39	39,395.60
TOPIX		2,680.71	2,714.72	2,753.58	2,740.60	2,742.24
NYダウ工業株30種平均		44,910.65	44,782.00	44,705.53	45,014.04	44,765.71
NASDAQ		19,218.17	19,403.95	19,480.91	19,735.12	19,700.26
日本10年債		1.05%	1.07%	1.07%	1.05%	1.07%
米国10年債		4.18%	4.19%	4.23%	4.18%	4.18%
原油価格(WTI)		68.00	68.10	69.94	68.54	68.30
金(NY)		2,681.00	2,658.50	2,667.90	2,676.20	2,648.40

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、11日(水)に11月消費者物価指数(CPI)が公表予定になっている。前回10月の結果は+2.6%(前年比、以下同様)と市場予想と一致したが、9月の+2.4%から伸びが加速した。また、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは、+3.3%と市場予想および9月分と一致した。非コア項目では、食料品の伸びは鈍化したものの、エネルギーの下落幅は縮小した。コア項目では、コア財は引き続きマイナス寄与が続いているものの、コアサービスは+4.77%と9月から僅かに伸びが反発した。FRBが重視する居住費除くコアサービス価格を確認しても、ブルームバーグの試算によれば+4.38%と9月の+4.27%からやはり反発している。インフレの再加速を強く示唆するような内容ではないが、下げ止まり感があるのは事実である。CPI公表の翌週に控える12月FOMCにおける政策決定の市場予想は本稿執筆時点では依然固まっていなかったが、本日公表の11月雇用統計、および11月CPIの結果次第で大きく左右される展開が見込まれる。なお、11月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースで+2.7%、コアベースで+3.3%と見込んでいる。
- 欧州では、12日(木)にECB政策理事会が開催される。前回10月会合は、市場予想通りに▲25bpの利下げを実施した。利下げは2会合連続である。ラガルドECB総裁の記者会見からは域内景気の弱まりへの配慮が感じ取れた。実際、会見において言及されたPMI等の景況感指標は弱さが際立っており、9月会合時点ではメインシナリオとは言えなかった連続利下げ実施も説得力がある。同会合の議事要旨を確認しても、インフレが安定的に目標を下回り続けそうにはない、と過度にハト派な思惑を押しとどめるような記載も見られたものの、総じて域内経済への懸念が感じ取れる仕上がりになっていた。以降、足許にかけてのECB高官による情報発信を踏まえても、12月会合での利下げ継続は既定路線といえよう。もっとも、一部で燻っている▲50bp利下げ観測に関しては、やや過度な織り込みではないか。実際、ECBが注視する賃金動向に関し、11月に公表された7~9月期妥結賃金は、一時金による押し上げの影響があるとはいえ相応に強い内容となっている。ECBもインフレへの警戒を解除したわけではなく、倍速利下げは時期尚早と考えられる。なお、12月会合ではスタッフ経済見通しも更新されるが、10~11月のインフレ実績は9月会合時点の想定を下回っていることに鑑みれば、インフレ見通しの下方修正がなされる可能性があるだろう。

	本 邦	海 外
12月6日(金)	<ul style="list-style-type: none"> 10月毎月勤労統計 10月家計支出 10月景気動向指数(速報) 	<ul style="list-style-type: none"> 独10月鉱工業生産 独10月貿易収支 ユーロ圏7~9月期GDP(確報) 米11月雇用統計 米12月シシガン大学消費者マインド(速報)
9日(月)	<ul style="list-style-type: none"> 7~9月期GDP(確報) 10月国際収支 11月景気ウォッチャー調査 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏12月センチックス投資家信頼感 米10月卸売在庫(確報)
10日(火)	<ul style="list-style-type: none"> 11月工作機械受注(速報) 	<ul style="list-style-type: none"> 独11月消費者物価指数(確報) 米11月NFIB中小企業楽観指数 米7~9月期単位人件費(確報)
11日(水)	<ul style="list-style-type: none"> 11月国内企業物価指数 	<ul style="list-style-type: none"> 米11月消費者物価指数
12日(木)	—————	<ul style="list-style-type: none"> 独10月経常収支 ユーロ圏ECB政策理事会 米11月生産者物価指数
13日(金)	<ul style="list-style-type: none"> 10~12月期日銀短観 10月鉱工業生産(確報) 10月設備稼働率 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏10月鉱工業生産 米11月輸出/輸入物価指数

【当面の主要行事日程(2024年12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. 流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～

独仏崩壊に左右両極の台頭

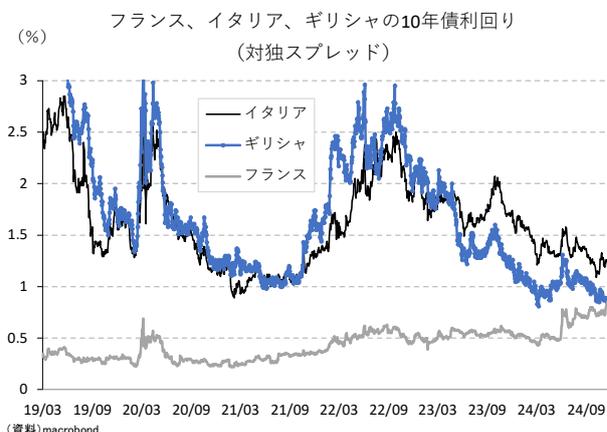
過去 1 か月でドイツ、フランスと立て続けに政権が崩壊した。政治情勢に関する注目は第二次トランプ政権の行方に集まりやすいが、EU/ユーロ圏の中核をなす 2 か国の政治が流動化していることの意味は看過できない。いずれの国にも固有の事情はあり、政治制度も異なるため、今後の政局を解説することは避けるが、共通していることは極右・極左政党の台頭と結果としての多党連立である。

例えば今年 9 月の旧東ドイツ 3 州の州議会選挙はその色合いがはっきり出た。欧州債務危機を契機として生まれた極右政党である「ドイツのための選択肢 (AfD)」はチューリングゲン州で 32.8%、ザクセン州で 30.6%、ブランデンブルク州で 29.2%に達した。一方、今年 1 月に旗揚げされたばかりの極左政党「ザーラ・ヴァーゲンクネヒト同盟 (BSW)」もチューリングゲン州で 15.8%、ザクセン州で 11.8%、ブランデンブルク州で 13.5%に達している。つまり、左右両極の非伝統的な政党が旧東ドイツ地域で 40%以上の得票率を記録している。ちなみに 2025 年 2 月に予定されるドイツ総選挙を念頭においた世論調査(出所:POLITICO)によれば 12 月 2 日時点で AfD は 18%、BSW が 6%、合計で 24%と州レベルだけではなく連邦レベルでも 20%強の支持率を集める状況にある。これはキリスト教民主同盟 (CDU) /キリスト社会同盟 (CSU) の 32%に肉薄する勢いと言える。ちなみに現与党の社会民主党 (SPD) は 15%なので、もはや単独で AfD に劣後している。歴史的経緯から極右思想がタブー視されるドイツで AfD が政権入りすることはないが、ドイツ国民の心境は既存政党では捉えきれなくなっている。

フランスの状況も似たようなものだ。今回、バルニエ内閣への不信任案可決は極右政党「国民連合 (RN)」と左派連合「新人民戦線 (NFP)」が結託した結果である。しかし、今年 7 月の総選挙では第 1 回投票時点で RN が第 1 党に躍進したところ、極右首相の誕生阻止という意図から NFP とマクロン大統領率いる中道・与党連合が阻止したという顛末があった。ドイツ同様、民意自体は右寄りだが、それを阻止したという構図である。この 4 か月間で NFP が立場を旋回させた最大の理由として NFP が議会最大勢力でありながら、9 月の首班指名で首相を輩出するに至らなかったという経緯が挙げられる。それは NFP の候補の場合、RN からの同意が得られないことや、マクロン大統領自身の志向と合致しなかったことなどもあるが、納得のいかない NFP は政権発足当初から内閣不信任案への意欲を抱いていた。ここもと来年度予算案の審議について折り合いが付かず、RN と NFP の利害が一致したところで不信任案可決に至ったという話である。1 年に 1 回しか下院総選挙ができないフランスでは、次回の選挙は来年 7 月以降になる。こうした状況を踏まえる限り、当面のフランスでは首相任命と内閣不信任が繰り返される中で、マクロン大統領の求心力が喪失していく展開が予想される。

内輪揉めのユーロ売り

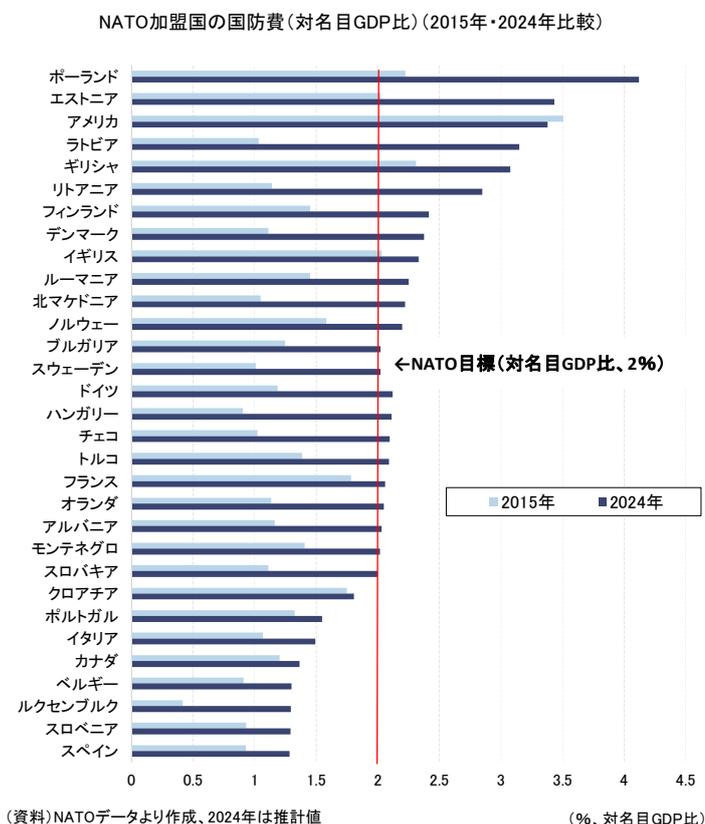
市場へのインパクトは今のところ債券市場を通じて為替市場に及んでいる印象である。債券市場では 10 年債利回りに関し、フランスがギリシャを逆転するという現象が確認されており (図)、為替市場ではこれを材料にユーロを手放す動きが先行している。極右であれ、極左であれ、財政政策は民意に迎合する結果、拡張方向へ引っ張られやすくな



る。その意味で政治思想の左右で分けるよりも、教育水準やそれに伴う生活水準に即して反グローバル・反エスタブリッシュメントを標榜する非主流派政党としてそれらの勢力は仕分けされるべきである（左右対立というより上下対立といった方がイメージに近い）。過去の経緯を振り返れば自明だが、エスタブリッシュメントの象徴と見られやすい EU と極右・極左政党は衝突を繰り返しがちである。今年から安定成長協定（SGP）が再稼働し、財政政策への制約が復活している状況に照らせば極めて食い合わせが悪いことが起きていると言わざるを得ない。例えばフランスの RN は EU への予算拠出の減額を要求しているが、GDP と人口に規定されて決まっている金額を軽々に修正することは全体への影響が非常に大きな話であり、簡単に着地はできない。しかし、国内向けに RN が「EU に税金を分捕られている」という類の情報発信をすれば、それが人心に刺さりやすい状況はある。その意味で単純に国債増発への懸念もさることながら、ドイツやフランスと言ったコア国が欧州委員会と揉めることで EU の政治資源が浪費されるという展開もユーロ売りの材料に使われている感はある。

迫るトランプとの対決、防衛費問題再び

来年の世界情勢を見据えた場合、EU の内輪揉めは非常にタイミングが悪い。例えば第二次トランプ政権下で予見される欧米貿易戦争において EU が上手く立ち回れない、コストを押し付けられてしまいかねないという懸念は招きやすい状況はあるだろう。既報の通り、EU 側はフォンデアライエン欧州委員長やラガルド ECB 総裁から「報復ではなく交渉を」との和睦路線を早速強調している。米国産の液化天然ガス（LNG）輸入を増やす案なども報じられている。また、争点になりそうなことは関税だけではない。トランプ氏が長らく主張している防衛費増額問題は米国側の理屈が通っている側面もあり、その対応に難渋するはずである。第一次政権時代からトランプ氏は北大西洋条約機構（NATO）加盟国について「名目 GDP 比 2%」目標を実現できない国を厳しく批判した上で、米軍が防衛義務を順守



しない可能性にまで言及してきた経緯がある。幸いにして第一次トランプ政権時代と比較して殆どの NATO 加盟国は 2% 目標を実現しつつあり、それはドイツやフランスも例外ではない (図)。

しかし、事態は先に進んでいる。今年の大統領選挙の最中ではトランプ陣営が 2% 目標を 3% 目標に引き上げることを希望しているとの報道も見られている。まさに今週からブラッセルで開催されている NATO 外相会合でもラミー英外相がそうしたトランプ氏の姿勢を支持する旨を表明している。具体的にラミー外相は「2% という数字は状況が今ほど困難でない時期に設定されたもので、トランプ氏が N A T

〇同盟国は2%を上回る目標を目指すべきだと言うのは正しい」と援護射撃を行っており、英国の発案として2.5%目標に言及している。新目標の着地点は不透明だが、「2%では済まされない」というムードは醸成されつつある。防衛費増額はそのまま各国の財政支出拡大に及ぶ話であり、そこではSGPを巡って欧州委員会と加盟国、とりわけ金額規模の大きなドイツやフランスとの摩擦が生まれやすくなる。流動化した両国の政治が議論には大きなテーマである。文字通り、ユーロ圏が内憂外患の状況に直面しつつある中、現在入手可能な情報に基づけば2025年のユーロ相場を強気に見るのは難しいように思える。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルの parity 割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の要結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結賃金を受けて～)
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～思い出される翻代論と今後～
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～)
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さず～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～)