

みずほマーケット・トピック(2024 年 12 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～目指すは中立金利以下か?～	

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」)

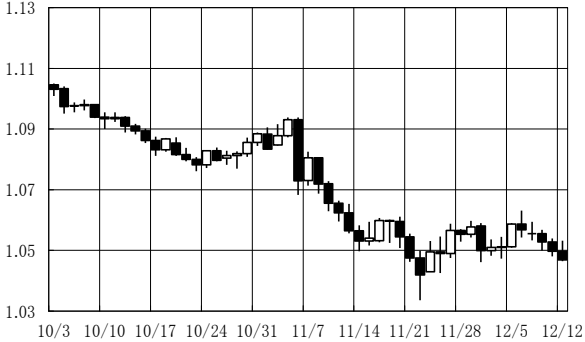
- 今週のドル/円は週後半にかけて上昇した。週初9日、149.89円でオープンしたドル/円は週安値の149.70円を付けた後は150円付近で小動き。海外時間は、中国政府による景気支援姿勢の強まりを背景に中国経済回復への期待感からリスクオン地合いとなり円売りが加速。更に米金利上昇も支えとなり151円台前半へ急上昇。10日、ドル/円は米金利低下に合わせ151円割れまで軟化。海外時間は、米金利が上昇に切り返す中で、日銀による利上げ時期に対する観測報道を受け、円売り主導で152円台前半まで段階的に水準を切り上げた。11日、ドル/円は様子見ムードが強く151円台半ばから後半での小動き。海外時間は、日銀関係者発言を受けて荒い値動きとなり、瞬間的に151円付近まで急落も、直ぐに反発。週高値の152.84円を付けるも、米11月消費者物価指数(CPI)の予想通りの結果が嫌気され152円割れとなったが、結局152円台を回復して引けた。12日、ドル/円は円売り地合いが継続し152円台半ばまでじり高。海外時間は、米11月生産者物価指数(PPI)は予想を上回ったものの、米金利の動向に振られながら下に往って来いの展開。1日を通して152円台前半を中心に上下した。本日のドル/円は、152円台後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは週後半にかけて下落。週初9日、1.0566でオープンしたユーロ/ドルは1日を通して1.05台半ばを挟んで上下した。中国経済回復への思惑を背景にとしたリスクオンムードが広がり1.05台前半まで下落後、米金利が上昇する中、欧州株堅調や独金利上昇を好感し週高値の1.0594まで反発。10日、ユーロ/ドルは小幅高後、欧州経済に対する先行き不安の高まりや米金利上昇が嫌気され1.05台を割り込んだ。その後は反発も上値は重く1.05台前半を推移した。11日、ユーロ/ドルは前日の流れが継続し、米金利上昇が重しとなって1.04台後半まで軟化した。米経済指標の冴えない結果を支えに1.05近辺で引けた。12日、ユーロ/ドルは1.05を挟んで上下動後、ECB政策理事会で予想通りの▲25bp利下げが発表され、またラガルドECB総裁のハト派発言や米金利上昇が重しとなり週安値の1.0464まで下落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き前日の安値圏で取引されている。

		前週末	今 週				
		12/6(Fri)	12/9(Mon)	12/10(Tue)	12/11(Wed)	12/12(Thu)	
ドル/円	東京9:00	150.15	149.89	151.39	151.83	152.27	
	High	150.68	151.35	152.18	152.84	152.76	
	Low	149.38	149.70	150.90	151.01	151.81	
	NY 17:00	150.04	151.23	151.98	152.46	152.65	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0586	1.0566	1.0553	1.0532	1.0506	
	High	1.0630	1.0594	1.0568	1.0539	1.0531	
	Low	1.0543	1.0533	1.0499	1.0480	1.0464	
	NY 17:00	1.0565	1.0554	1.0528	1.0496	1.0467	
ユーロ/円	東京9:00	158.95	158.10	159.75	159.82	159.87	
	High	159.48	159.99	160.02	160.67	160.51	
	Low	158.16	157.94	159.41	158.69	159.15	
	NY 17:00	158.43	159.57	159.95	160.07	159.74	
日経平均株価		39,091.17	39,160.50	39,367.58	39,372.23	39,849.14	
TOPIX		2,727.22	2,734.56	2,741.41	2,749.31	2,773.03	
NYダウ工業株30種平均		44,642.52	44,401.93	44,247.83	44,148.56	43,914.12	
NASDAQ		19,859.77	19,736.69	19,687.24	20,034.89	19,902.84	
日本10年債		1.05%	1.04%	1.06%	1.06%	1.04%	
米国10年債		4.15%	4.20%	4.23%	4.27%	4.33%	
原油価格(WTI)		67.20	68.37	68.59	70.29	70.02	
金(NY)		2,659.60	2,685.80	2,718.40	2,756.70	2,709.40	

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、17日(火)～18日(水)にFOMCが開催される。前回11月会合は、▲25bpの利下げを実施した。9月会合に続いた利下げだったが、事前の情報発信通り、利下げ幅は縮小された。パウエルFRB議長は会見で、「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。もっとも、米経済指標で強い内容が相次ぎ、利下げの正当性に疑義が生じているのも事実である。実際、最近のFRB高官の発言を確認する限り、利下げペース減速に対する言及も聞こえ始めている。なお、11月雇用統計、11月消費者物価指数(CPI)の結果をこなし、市場予想は▲25bpの利下げ実施で固まりつつある。加えて、今回会合は、ドットチャートおよびスタッフ経済見通しが更新される。9月会合時点では、2025年の利下げ回数想定は4回となっているが、これが減少する可能性を意識したい。現状の市場織り込みを踏まえる限り、4回で据え置きとなった場合、ハト派的と解釈されよう。
- 本邦では、18日(水)～19日(木)に日銀金融政策決定会合が開催される。前回10月会合は市場予想通り、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.25%程度で維持することを全員一致で決定した。展望レポートにおける経済物価見通しは更新前の7月時点のものを概ね引き継いでおり、賃金に関する言及が強めに変更されていることなどを踏まえても、日銀は経済を比較的強気にみている様子がうかがえた。植田日銀総裁会見では、予想通り「時間的余裕」に関する質問が相次いだ。植田総裁はこの文言を今後使わない旨を重ねて強調した。今後の会合が、「ライブミーティング」になることが示唆されていたといえる。以降、足許にかけては日銀高官の情報発信や一部観測報道もこなしつつ、金利先物市場における織り込みも右往左往している。なお、ブルームバーグが12月5～10日にかけて行った調査では、ほとんどのエコノミストが12月、もしくは1月会合での追加利上げ実施を予想していることが示されている。

	本 邦	海 外
12月13日(金)	・10～12月期日銀短観 ・10月鉱工業生産(確報) ・10月設備稼働率	・ユーロ圏10月鉱工業生産 ・米11月輸出/輸入物価指数
16日(月)	・10月コア機械受注 ・12月製造業/非製造業PMI(速報) ・10月第3次産業活動指数	・ユーロ圏12月製造業/非製造業PMI(速報) ・ユーロ圏7～9月期労働コスト ・米12月製造業/非製造業PMI(速報)
17日(火)	—————	・独12月IFO企業景況感指数 ・独12月ZEW景気期待指数 ・ユーロ圏10月貿易収支 ・米11月小売売上高 ・米11月鉱工業生産 ・米FOMC(18日まで)
18日(水)	・日銀金融政策決定会合(19日まで)	・ユーロ圏11月消費者物価指数(確報) ・米7～9月期経常収支 ・米パウエルFRB議長会見
19日(木)	・植田日銀総裁会見	・独1月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏10月ECB経常収支 ・米7～9月期GDP(確報) ・米11月中古住宅販売件数
20日(金)	・11月消費者物価指数	・独11月生産者物価指数 ・ユーロ圏12月消費者信頼感(速報) ・米11月個人所得/支出 ・米11月個人消費支出デフレーター ・米12月シンガン大学消費者マインド(確報)

【当面の主要行事日程(2024年12月～)】

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)
 ECB政策理事会(1月30日、3月6日、4月17日)

3. ECB 政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～

軒並み下方修正された ECB スタッフ見通し

昨日の ECB 政策理事会は 3 会合連続で▲25bp の利下げに踏み切り、市場で注目される預金ファシリティ金利は 3.25% から 3.00% へ引き下げられた。ラガルド ECB 総裁は懸案の域内実体経済に関し、7～9 月期の成長率が予想外に堅調であったことの背景には五輪絡みで夏季消費が強かったことや在庫投資の影響が考えられ、持続性を期待するものではなく足許では失速感が強いとの評価を示している。これは 10 月以降のソフトデータ、ハードデータ双方の動きに鑑みて間違いないだろう。

今回改定されたスタッフ見通し

(図)では 2024～26 年の実質 GDP 成長率に関し、+0.7%→+1.1%→+1.4%と緩やかな復調が見込まれているものの、前回(9月)対比でそれぞれ▲0.1 ポイント、▲0.2 ポイント、▲0.1 ポイント下方修正されている。こうした成長率見通しと

ECBのスタッフ見通し(2024年12月)

	2024	2025	2026	2027
消費者物価上昇率(HICP)	2.4	2.1	1.9	2.1
(前回:2024年9月)	2.5	2.2	1.9	-
コアHICP	2.9	2.3	1.9	1.9
(前回:2024年9月)	2.9	2.3	2	-
実質GDP	0.7	1.1	1.4	1.3
(前回:2024年9月)	0.8	1.3	1.5	-

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2024-27年にかけて1.06～1.08。

※コアはエネルギー・食品を除く

整合的に域内消費者物価指数(HICP、総合)も+2.4%→+2.1%→+1.9%と緩やかな減速が見込まれ、これは前回対比でそれぞれ▲0.1 ポイントの下方修正となる。なお、ラガルド総裁は物価の上振れ・下振れ双方のリスクとして地政学要因に言及している。トランプ次期大統領の下で本当にロシア・ウクライナ停戦が即時実現するようなことがあれば、その恩恵を最も受けやすいのはロシアからのエネルギー調達に依存してきたユーロ圏という発想になる(もっとも、ロシアからの天然ガス輸入が元の姿になることもなさそうだが)。いずれにせよ、経済・物価見通しに関し、全ての対象期間において前回対比で下方修正されている以上、利下げはファンダメンタルズに沿った政策決定と言える。

政策金利の軌道、1月は▲50bp なのか？

声明文にも大きな変化が見られている。これまでは下記の 2 つの文章が引き締め状態にある政策運営を担保するような役割を負っていた：

- We are determined to ensure that inflation returns to our two per cent medium-term target in a timely manner (インフレ率がタイムリーに 2% の中期目標に回帰することを確実にする)
- We will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim (目標実現のために可能な限り長く、政策金利を十分に引き締めた水準に維持する)」

しかし、今回は前者の文章が下記のように修正され、後者の文章は削除されている：

- The Governing Council is determined to ensure that inflation stabilises sustainably at its 2% medium-term target (インフレが中期目標の 2% で持続的に安定するよう確実にする)

少なくとも、今回の政策変更を経て、現行の政策金利水準が実体経済に対して引き締めの的とは言えない

水準に到達しており、今後は 2%未満へのアンダーシュートも視野に入れる必要性が示唆される。なお、「政策金利を十分に引き締めた水準に維持する」との文言が削除されたことに関し、次回会合以降での大幅利下げを示唆するのではないかと質問も複数見られた。これに対しラガルド総裁はそのようには考えていないと述べた上で「今回▲50bp 利下げを検討するという提案もあったが、▲25bp は全会一致だった」と明かしている。筆者はサービス価格が依然として前年比+4.0%近傍で推移する中、▲50bp の利下げは性急と考えてきたが、今回の会合ではラガルド総裁もそうした姿勢に言及していた。しかし、会合後の本稿執筆時点において 1 月 30 日会合は▲50bp をほぼ 100%織り込む状況にあり、政策理事会の意図は上手く市場に浸透していないようにも見える。

中立金利水準、まずは 2.50%に注目

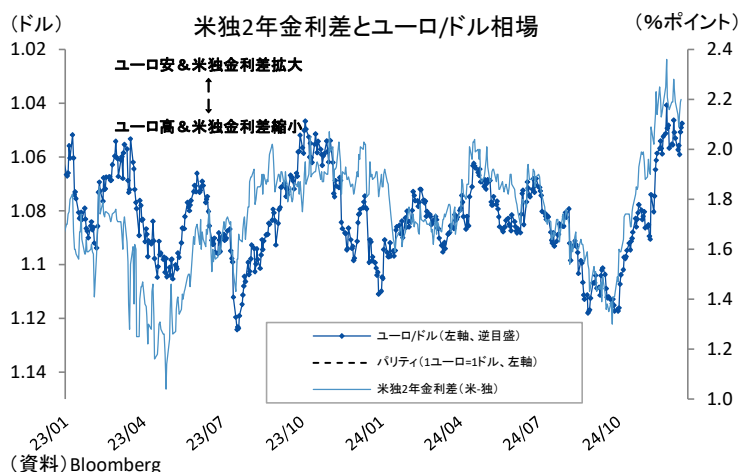
なお、「政策金利を十分に引き締めた水準に・・・」の文章を削除するにあたっては中立金利水準に関する議論があったのではないかと質す記者も現れた。確かに、中立金利の水準を基点として引き締めるのかが判断されるのだから、当然の疑問だ。しかし、これに対してもラガルド総裁は明確に否定しており、あくまで会合毎にデータ依存（data dependent）で決断するとしか回答していない。

それでも、最後の記者が執拗に個人的見解としての中立金利の水準を質す場面があり、これに対しラガルド総裁は「その水準が近づけば議論が深まる」とした上で以前よりは上昇している可能性にも言及している。さらに約 1 年前の ECB スタッフ分析において 1.75%から 2.50%の範囲で試算された経緯も紹介していた。上限である 2.50%まではあと 2 回の利下げで到達することになるが、現在の域内の経済情勢を踏まえれば、政策金利が中立金利を割り込んでくる状況は十分正当化されそうにも思える。いずれにせよ、次回 1 月の▲25bp 利下げは堅いと考えていても差し支えないだろう。

政治・経済両面から足枷のあるユーロ

今回の記者会見ではトランプ次期政権にまつわる不透明感（特に貿易摩擦関連のリスクをどう読むか）についても問答が見られたが、現時点では意味のある情報発信は掴めなかった。もっとも、今の ECB にとっては米国政治もさることながら、域内政治の状況も相当気がかりな論点である。周知の通り、11 月にドイツ、12 月にフランスと立て続けに 2 大国の政権が倒れているという事実は当面の域内経済にとって重しとしか言いようがない。しかも、この状況をリセットするための選挙はドイツで 2025 年 2 月、フランスでは 2025 年 7 月以降と時間を置く必要があり、その結果も恐らく再び流動的なものになるとの観測が根強い。特に、ドイツに至っては政府のエネルギー政策における失政が国内企業の不振に直結しているにもかかわらず、その政治の足腰が揺らぐという八方塞がりとも言えるような状況に陥っている。

ECB の利下げに関し、現状の金融市場では 2025 年 6 月までに 4 回（▲100bp）、12 月までに 5 回（▲125bp）を織り込むような状況にある。5 回利下げすれば預金ファシリティ金利は ECB の中立金利推計の



下限値である 1.75%に到達するため、やはり今回の会合・会見の結果が参考にされているとも言える。片や、米国は大きな不確実性を孕みながらもインフレ誘発的なポリシーミックスが想定され、事実として米国経済は潜在成長率（現状では 2%強と目される）を超えて推移している。結果としてユーロとドルの金利差は拡大方向が想定され、今後 1 年間にわたる予測期間においてパリティ割れを臨む展開は全く不思議では無いというのが引き続き筆者の基本認識である。

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12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
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/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
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」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、「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