

Weekly FX Market Focus

尾河 真樹
 ドル: 日銀YCC柔軟化発表後の為替相場
 森本 淳太郎
 欧州通貨: "We don't have a dual mandate
 (二重の使命はない)"
 石川 久美子
 豪ドル: 8月RBA理事会は波乱なく通過の公算

日銀YCC柔軟化発表後の為替相場

ソニーフィナンシャルグループ(株)
 金融市場調査部長 チーフアナリスト

尾河 真樹

先週、日米欧の金融政策発表で、最も市場にサプライズを与えたのは日銀の金融政策決定会合だった。もっとも、その影響もほぼ一巡し、今週は米経済指標に市場の関心はシフトしよう。米労働需給の逼迫が緩和されるかが焦点。

今週のドル円予想レンジ

139.00-142.50円

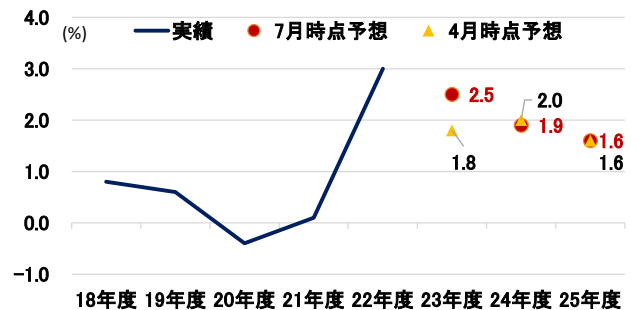
先週のドル円は、中銀Weekだったこともあり、ボラティリティーの高い展開。特に28日の日銀金融政策決定会合で、イールドカーブ・コントロール(YCC)の柔軟化に踏み切ると、直後ドル円は乱高下し、一時ドル円は141円台に載せたあと、138円台前半まで急落した。しかし、NY市場では再びドル円は買い戻され141円台前半で終了。同日公表された6月の米コアPCEデフレーターは、前年比4.1%と、前月(4.6%)、市場予想(4.2%)を共に下回る結果に。4-6月期の米雇用コスト指数が市場予想を下回ったことなども受けて、米10年債利回りは3.95%台まで低下して取引を終了。一方、インフレの鈍化を好感して先週の米株価は続伸。週間ベースで229ドル高の35,459.29ドルで越週した。

■今週の注目材料(いずれも現地時間)

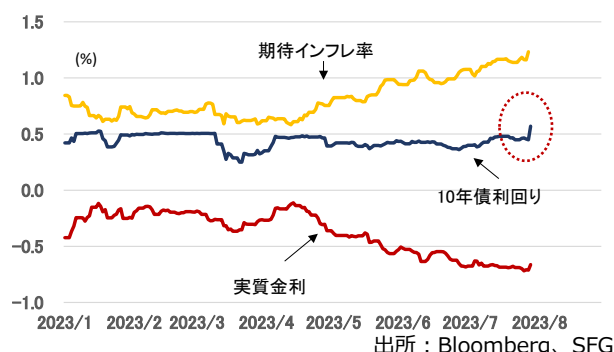
- 【欧】 7月31日：4-6月期GDP(速報値)
- 【米】 7月31日：7月シカゴ購買部協会景気指数
- 【日】 8月1日：6月失業率・有効求人倍率
- 【中】 8月1日：7月財新製造業PMI
- 【豪】 8月1日：RBA・金融政策発表
- 【欧】 8月1日：6月失業率
- 【米】 8月1日：7月ISM製造業景況指数、7月製造業PMI(改定値) 6月JOLTS求人件数
- 【日】 8月2日：日銀・金融政策会合議事要旨(6月会合)
- 【米】 8月2日：7月ADP雇用統計
- 【ブラジル】 8月2日：ブラジル中銀・金融政策発表
- 【中】 8月3日：7月財新サービス業PMI
- 【英】 8月3日：BOE・金融政策発表
- 【米】 8月3日：7月ISM非製造業景況指数
- 【豪】 8月4日：RBA四半期金融政策報告
- 【欧】 8月4日：6月小売売上高
- 【加】 8月4日：7月雇用統計
- 【米】 8月4日：7月雇用統計

26日の米連邦公開市場委員会(FOMC)は、市場予想通り政策金利を0.25%引き上げ、5.375%(中央値)とした。これ自体はノーサプライズだったが、パウエル議長の会見は期待されたほどタカ派な内容とはならず、インフレ抑制に軸足を置きつつも、次回の政策判断は「あくまで経済指標次第(Data dependent)」とした。次回のFOMCは9月19、20日に行われるが、それまでの間に2回の雇用統計と、2回の消費者物価指数(CPI)の公表を控えており、米連邦準備理事会(FRB)がData Dependentなだけに、経済指標の結果次第で為替相場が乱高下する場面もありそうだ。一方、日銀のYCC柔軟化は、修正の内容はややサプライズだった。というのも、10年債利回りの変動幅は「0%±0.5%」を目途とし、目標のレンジは不変ながら、指値オペ実施の利回り水準を1%に引き上げ、10年金利が許容上限(0.5%)を一定程度超えることを事実上容認したためだ。植田日銀総裁の会見では、「YCC再修正ではないのか」「10年債の利回りの変動幅を±1%にしなかったのはなぜか」「なぜ今回のタイミングだったのか」といった点に質問が集中した。これに対し植田総裁は、「『修正』でも構わない」と、事実上のYCC再修正であることを認めたとうえで、「金融政策の正常化への一歩ではなく、YCCによる緩和の持続性を高める動きだ」と説明。ただ、①日銀はこれまで物価上昇を過小評価していた可能性があり、今後については不確実性が極めて高いこと(展望レポートの物価見通しは図表1)、②YCCは上振れリスクが顕在化してから対応すると後手に回って混乱したり副作用が大きくなるため、市場が落ち着いている今が修正に適したタイミングだと思ったこと、などを説明した。その後日本の10年債利回りは0.5%を超えたものの0.6%未満に留まっていること(図表2)、欧米市場で円安に戻ったこと、などを踏まえれば、植田総裁の「緩和姿勢は維持、あくまで将来に備えた予防的措置」とのスタンスは一定程度市場の理解を得たと言えよう。日銀による円相場への影響は概ね一巡したとみられ、今週の為替市場は再び米国の経済指標に関心がシフトしよう。米労働需給に緩みがみられれば、ドルは再び上値が重くなる公算だ。

■図表1: 日銀展望レポートの物価見通し



■図表2: 日本の10年債利回り、期待インフレ率、実質金利



ECBは予想通り25bpの利上げを決定。6月と比べるとハト派化し、ラガルド総裁も記者会見で「データ次第」を強調した。もっとも、ECBの使命は「物価の安定」のみであり、インフレ再燃の懸念があれば9月利上げ継続の可能性は十分にある。

今週のユーロ円予想レンジ
 153.00-158.00円

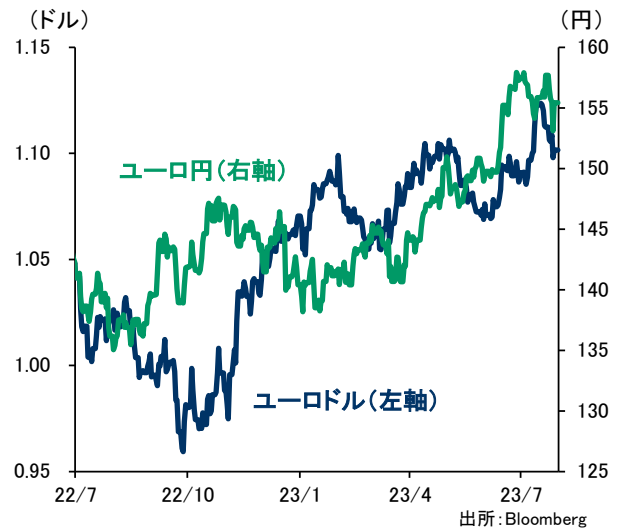
【ユーロ】先週のユーロは対ドル・対円共に下落した。欧州中銀(ECB)理事会がハト派的と捉えられたことで、来年の利下げ期待が高まり、ユーロ売りが全般的に強まったほか、日銀がサプライズの政策修正を行ったことで、対円では乱高下する展開となった(図表1)。

27日のECB理事会では、市場予想通り25bpの利上げが決定された。これにより、預金ファシリティ金利は3.75%に到達した。利上げ幅は市場予想通りだったが、ECBのスタンスは6月と比較すればハト派化が鮮明だ。声明文では、「インフレ率を2%の目標に戻すために必要な限り」十分に制限的な水準に設定するとされ、「必要な限りその水準に維持される」との文言は削除された。これが、利下げ期待とユーロ安に繋がったようだ(図表2)。ラガルド総裁の記者会見も、追加利上げを確約した6月と比較すると、歯切れの悪いものとなった。同総裁は、会見の中で繰り返し「データ次第」を強調。3月以降、声明文からはフォワードガイダンスが削除され、データ次第で政策運営を行う方針が示されていたものの、実態的には6月のように今後の金融政策を示唆することは度々あった。だが、今回は「利上げを行うかもしれないし据え置かかもしれない」と述べ、再び本当の「データ次第」に戻っている。

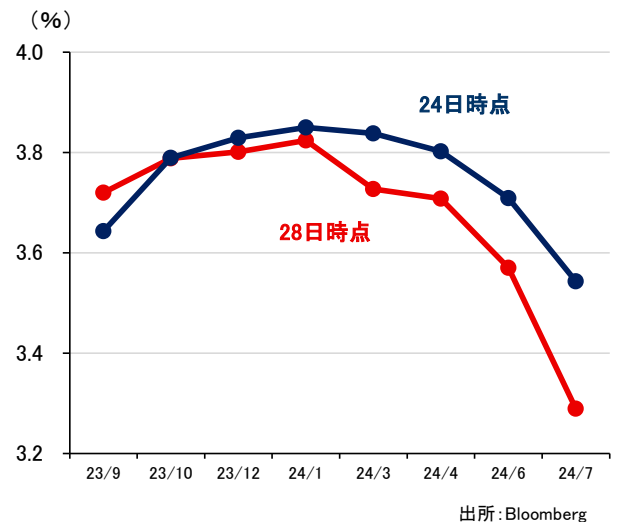
ただ、タカ派的だった6月から僅か1カ月でスタンスをハト派化させるほど、物価の状況が改善したとは考えにくい。実際、ECBのインフレの現状認識については「インフレは抑制の兆しが見えているものの依然として高すぎる」「金融引き締め効果が出始めている」と、前回からほぼ同様の評価だ。トーンが変化したのは、経済活動に関する認識だろう。「堅調」との評価だったサービス業は「減速している」と改められ、「強さの源泉」とされていた労働市場についても、今後数カ月で減速する可能性が示唆された。こうした中、6月に50bpの利上げを主張したタカ派メンバーのスタンスにも変化が見られた可能性がある。実際、タカ派で知られるオランダ中銀のクノット総裁は、9月の利上げは「決して確実ではない」と異例のハト派的な発言を行った。ドイツの7月製造業PMIが40を割り込むなど、ユーロ圏の景気悪化への意識が強まる中、これまでタカ派寄りだったECBのパワーバランスも変化しつつあるようだ。

もっとも、ユーロ圏の景気悪化懸念をもって、9月利上げの可能性が低下したと考えるのは早計だろう。印象的だったのは、インフレ抑制と低失業率を両立しているスペインについて、「失業率の上昇が必要なのか」と問われた際のラガルド総裁の回答だ。総裁は、2%のインフレ目標達成が「最大の使命」であり、「FRB(米連邦準備理事会)と違い、二重の使命はない(we don't have a dual mandate, unlike the Fed)」と述べた。つまり、ユーロ圏がスタグフレーションに陥ったとしても、景気に配慮して引き締めの手を緩めることはないということだ。6月から7月と異なり、9月理事会までは期間が空くため、今回理事会ではフリーハンドの確保が優先された。ただ、それまでに確認できる指標がインフレの改善を示唆しなかった場合、再度利上げが行われる可能性は十分にあるだろう。なお、今週はユーロ圏の7月消費者物価指数(HICP)が発表される。コア指数は前月から僅かに鈍化することが予想されているが(図表3)、予想外に強い結果となれば、ユーロの買い戻しが強まる可能性も。

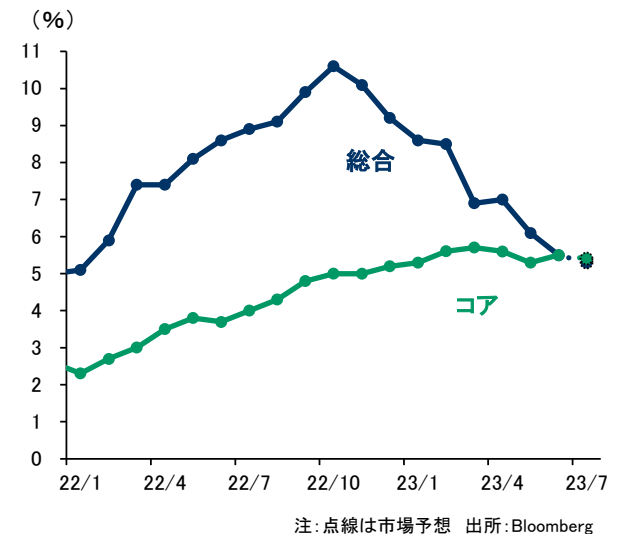
■ 図表1: ユーロチャート(日足)



■ 図表2: OIS市場のECB政策金利予測



■ 図表3: ユーロ圏消費者物価指数(前年比)



注: 点線は市場予想 出所: Bloomberg

8月RBA理事会は波乱なく通過の公算

石川 久美子

豪ドルは引き続き米ドル主導での推移が目立つが、豪4-6月CPIの予想以上の減速により、追加利上げ観測が後退している点は重石となっている。8月1日のRBA理事会では判断先送りの公算が大きく、無風通過か。

今週の豪ドル円予想レンジ

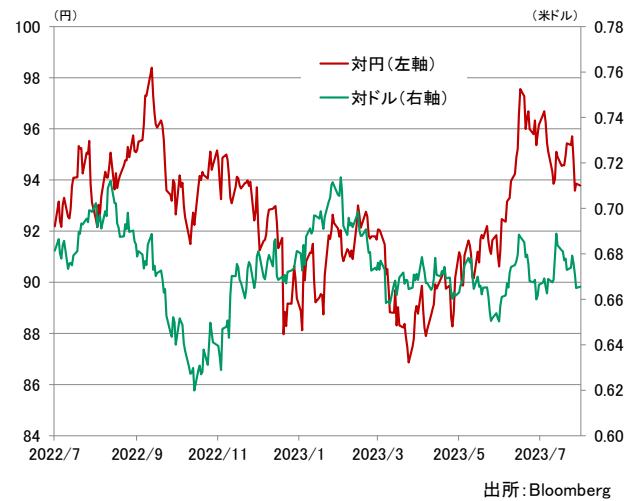
92.50-95.00円

7月半ば、米6月消費者物価指数(CPI)が市場予想以上の減速を示したことで米ドルが全般的に売られる中で、豪ドルは大きく反発する場面が見られた。しかしその後、米7月ミシガン大消費者信頼感指数の好結果などを受けてドル買い優勢に転換。さらに、26日に発表された豪州の4-6月期CPIが市場予想を下回る結果になると、追加利上げ観測の後退を絡めつつ豪ドル売りは強まった(図表1)。

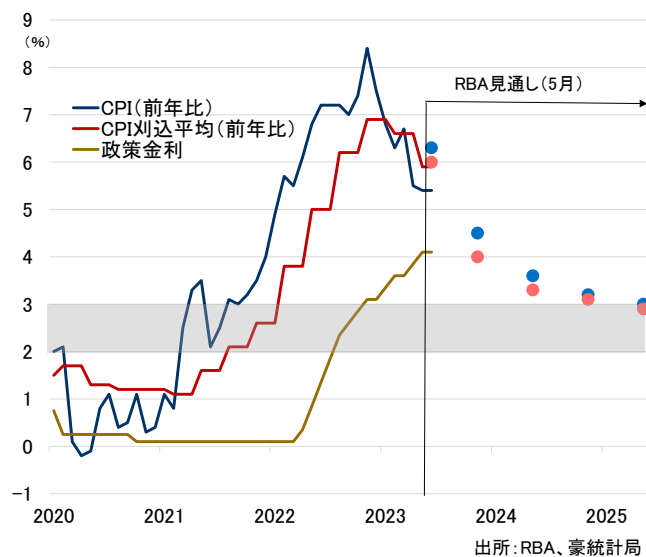
豪4-6月CPIは前年比+6.0%、豪中銀(RBA)の注目する刈込平均は+5.9%と、それぞれ市場予想(+6.2%、+6.0%)を超える減速(前期:総合+7.0%、刈込平均+6.6%)を示した(図表2)。この結果を受け、市場ではRBA理事会における今後の追加利上げを織り込む動きが一段と後退している。なお、RBAは7月4日の理事会において、政策金利を据え置いた一方、これは5-6月の利上げの結果を見極めるためであり、追加利上げが必要となる可能性に引き続き言及した。声明において、インフレはピークを過ぎたものの依然として高すぎる、そしてこの状態はしばらく続く公算という見方も維持した。また、企業への聞き取り調査では労働力不足は緩和されたとの報告はあるものの、労働参加率は過去最高、失業率は50年ぶりの低水準に近いなど、労働需給の逼迫状態が続いていることに言及。高いインフレ期待が今後も物価と賃金の上昇に繋がるリスクをRBAは引き続き警戒しており、不確実性については個人消費の見通しを挙げた。

その後発表された経済指標をみると、7月ウエストパック消費者信頼感指数は依然として100を下回っており、低迷していると言えるが、前月からやや改善(79.2→81.3、図表3)。6月企業信頼感マイナスサイドから0へ改善しており、企業景況感も横ばい。景況感に関しては状況の急変を示す指標は出ていない。また、6月雇用統計は市場予想を大きく上回る雇用の伸びを示し、しかもその雇用増は正社員主体で、労働需給は引き続き逼迫していると言える。18日に発表された7月分のRBA理事会の議事要旨においては、追加利上げの有無について「8月の理事会で協議予定」とし、「4-6月期のCPI、グローバル経済、雇用市場を注視」としていた。グローバル経済の部分については、足下では安定しており、7月のRBA理事会以降で大きく変わった部分はない。労働市場の逼迫を考えれば、インフレがRBAの見通しを上振れていれば利上げの可能性はあったと考えられるが、今回の4-6月期CPIの結果は、図表2の通り、5月時点のRBA四半期金融政策報告で出した見通し以上のインフレの減速を示していると考えられる。RBAが8月に追加利上げをする可能性はほぼないと考えてよさそうだ。市場の見方もほぼ同様である。焦点は声明となるが、労働需給のタイトさを考えれば、RBAが「データ次第」の看板を下ろしてスタンスのハト派傾斜と受け止められるような声明を発表する可能性は低い。大きなサプライズはなく、今RBA理事会は通過する公算で、当面の豪ドルは米ドルの動き主導での展開が続くだろう。ただ、8月4日発表の四半期金融政策報告における、RBAの最新のCPI見通しには注目したい。この経路が下方修正されるようならば、年内の追加利上げの織り込み(本稿執筆時点で年末までに1回を6割強)をさらに後退させつつ、豪ドル売りが一時的に強まる可能性がある。

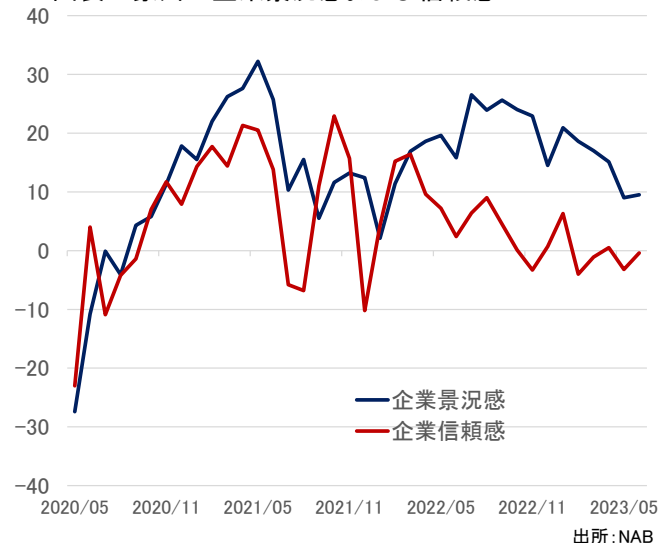
■ 図表1: 豪ドルチャート



■ 図表2: 豪CPIの推移とRBAの見通し(5月時点)



■ 図表3: 豪州の企業景況感および信頼感



ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわ まき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『<最新版>本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社社外取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

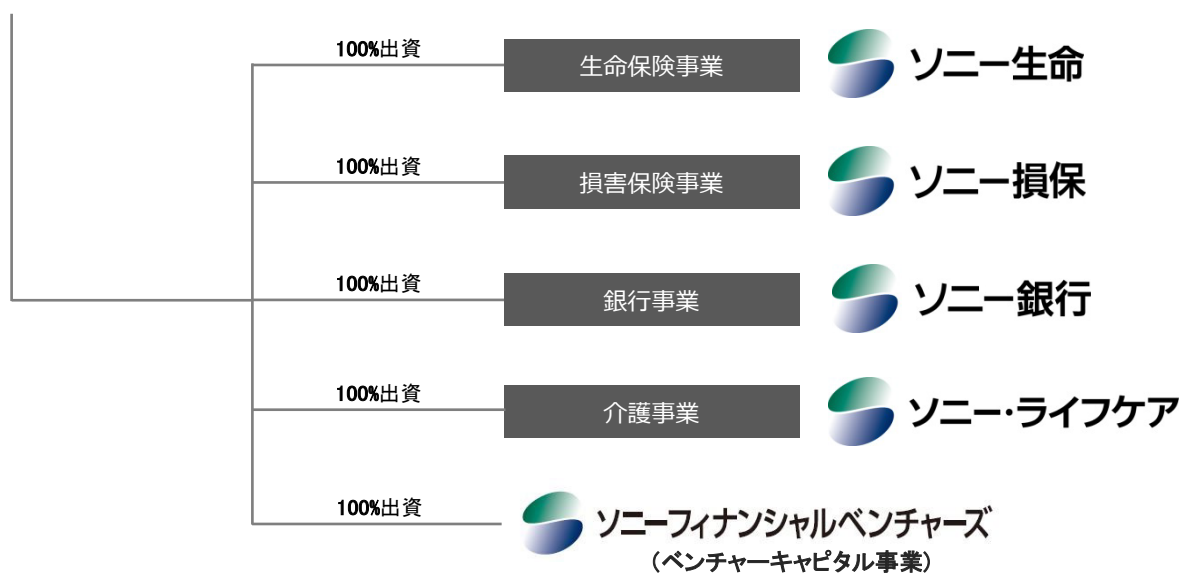
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>