

# みずほマーケット・トピック(2014年5月2日)

## 週末版

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: 下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～	

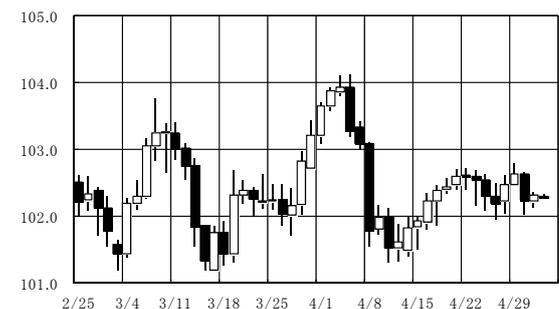
### 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ BK Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は小動き。週初 28 日に 102 円台前半でオープンしたドル/円は、ウクライナ懸念の緩和や米金利の上昇に 102 円台半ばまでじり高。29 日には欧州株や NY ダウ平均の堅調推移を背景に円売りが強まると、ドル/円は一時週高値となる 102.79 円まで上昇した。30 日、注目された日銀金融政策決定会合は市場予想通りの現状維持となり、ドル/円は 102 円台前半で限定的な値動き。しかしその後、米 1～3 月期 GDP の市場予想を大幅に下回る結果を受けて米金利が低下すると、ドル/円は一時週安値となる 102.03 円まで下落した。5 月 1 日はメーデーで多くの市場が休場となる中、米 4 月 ISM 製造業景況指数の良好な結果を受けてドル/円は一時強含む場面が見られるも、米株値の伸び悩みや米雇用統計を控えたポジション調整による米金利低下を背景に、102 円台前半で方向感に欠ける値動き。本日にかけては今晚に米 4 月雇用統計を控え、ドル/円は 102 円台前半で動意に乏しい展開となっている。
- ・今週のユーロ/ドル相場は上値重い展開。週初 28 日に 1.38 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、英格付け会社フィッチによるスペイン国債の格上げを好感し 1.38 台後半まで上昇すると、その後は月末絡みのドル買い需要が入る中、1.38 台半ばまで弱含むとなった。29 日のアジア時間は 1.38 台後半まで上昇する場面が見られるも、欧州時間に発表されたユーロ圏 3 月マネー・サプライや独 4 月消費者物価指数の市場予想を下回る結果に、1.38 台前半まで押し戻された。30 日は、ユーロ圏 4 月消費者物価指数が市場予想を僅かに下回り、ユーロ/ドルは一時週安値となる 1.3771 まで下落するが、その後は 8 日に控える ECB 理事会での追加緩和期待の後退や米 1～3 月期 GDP の悪化を受けたドル売りに、ユーロ/ドルは 1.38 台後半まで急反発した。5 月 1 日は、メーデーで薄商いの中、一時週高値となる 1.3889 まで上昇。本日にかけては今晚に米 4 月雇用統計を控え様子見ムードが強く、ユーロ/ドルは 1.38 台後半の高値圏で堅調に推移している。

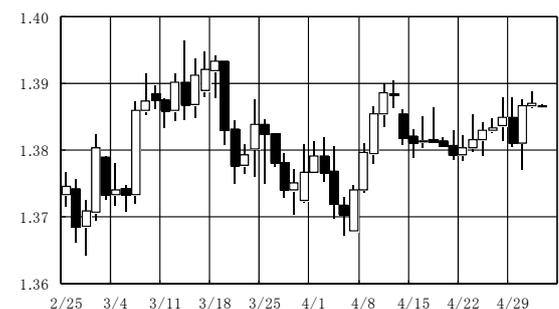
### 今週のおもな金融市場動向

		前週末	今 週			
		4/25(Fri)	4/28(Mon)	4/29(Tue)	4/30(Wed)	5/1(Thu)
ドル/円	東京9:00	102.31	102.11	102.53	102.56	102.23
	High	102.49	102.63	102.79	102.67	102.37
	Low	101.96	102.04	102.48	102.03	102.13
	NY 17:00	102.20	102.48	102.64	102.25	102.32
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3831	1.3839	1.3853	1.3813	1.3868
	High	1.3848	1.3880	1.3880	1.3877	1.3889
	Low	1.3827	1.3815	1.3806	1.3771	1.3863
	NY 17:00	1.3834	1.3850	1.3812	1.3868	1.3870
ユーロ/円	東京9:00	141.48	141.30	142.02	141.67	141.81
	High	141.76	142.18	142.47	142.15	142.00
	Low	141.03	140.99	141.60	141.13	141.69
	NY 17:00	141.40	141.98	141.74	141.73	141.91
日経平均株価	14,429.26	14,288.23	-	14,304.11	14,485.13	
TOPIX	1,169.99	1,160.74	-	1,162.44	1,182.20	
NYダウ工業株30種平均	16,361.46	16,448.74	16,535.37	16,580.84	16,558.87	
NASDAQ	4,075.56	4,074.40	4,103.54	4,114.56	4,127.45	
日本10年債	0.62%	0.62%	0.62%	0.63%	0.62%	
米国10年債	2.66%	2.70%	2.69%	2.65%	2.61%	
原油価格(WTI)	100.60	100.84	101.28	99.74	99.42	
金(NY)	1,300.80	1,299.00	1,296.30	1,295.90	1,283.40	

### 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

- ・ 8日(木)に欧州にて開催される ECB 理事会は現状維持を予想する。30日に発表されたユーロ圏4月消費者物価指数(HICP)は前年同月比0.7%上昇と市場予想(同0.8%上昇)にはほぼ一致した。予想通り、イースター休暇に因んだベース効果が現れ、3月の同0.5%上昇からは加速したが、依然として基調は弱く、デysinフレ懸念の払拭には至っていない。但し、元よりそうした季節要因が強い3~4月のHICPは政策変更の材料とは成り難かったはずで、ユーロ圏4月PMIが大幅に改善していることなども踏まえれば、今回カードを切ることはしないだろう。理事会後会見では追加緩和期待を繋ぐことに尽力し、形振り構わないユーロ相場への口先介入も辞さないだろうが、少なくとも経済見通しが改定される6月会合までは様子見を続ける可能性が高いだろう。なお、量的緩和(QE)についてはあくまで伝統的手段が尽きた後の手段という位置付けであり、「次の一手」としては政策金利の引き下げ(0.25%→0.10%)などが選択される公算が大きい。また、5日(月)には欧州委員会より春季経済予測が公表される予定で、インフレ率予想などに注目したい。
- ・ 米国では今晚に4月雇用統計があるほか、5日(月)に4月ISM非製造業景況指数、6日(火)に3月貿易収支、7日(水)に1~3月期非農業部門単位労働コストの発表が予定されている。各種計数が天候要因を受けた悪化局面を脱すかに注目することになるが、今週30日(水)に発表された4月ADP雇用統計が前月比22.0万人増と力強い伸びを見せているところを見るに、天候要因剥落により米国経済が足許で勢いを取り戻しつつあるとの見方を変える必要はないだろう。むしろ、今晚発表の4月雇用統計の結果によるところが大きい。米国経済の復調が意識されてドルが勢いを増す展開となった場合、来週の経済指標はこれを後押しする方向に作用すると思われる。
- ・ 日本は明日からゴールデンウィークに入り6日(火)まで連休となる。経済指標の発表も少なく、市場の材料となりそうなのは7日(水)に公表される日銀金融政策決定会合議事要旨(4月7~8日開催分)くらいだろう。本邦発の材料に乏しいが、海外ではECB理事会や米雇用統計等の重要イベントが予定されており、連休中、連休明けの為替市場は極端な動きとなることがあり注意が必要である。

	本 邦	海 外
5月2日(金)	-----	・米4月雇用統計 ・米3月製造業新規受注
5日(月)	休 場(こどもの日)	・米4月ISM非製造業景況指数 ・ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
6日(火)	休 場(振替休日)	・米3月貿易収支 ・EU経済・財務相理事会(ブリュッセル)
7日(水)	・日銀金融政策決定会合議事要旨	・米1~3月期労働生産性(速報) ・米3月消費者信用残高
8日(木)	-----	・ECB理事会(ブリュッセル)
9日(金)	・3月景気動向指数(速報)	・米3月卸売売上高

### 【当面の主要行事日程(2014年5月~)】

- 日銀金融政策決定会合(5月20~21日、6月12~13日、7月14~15日)
- 欧州議会選挙(5月22~25日)
- 欧州中銀理事会(6月5日、7月3日、8月7日)
- 米FOMC(6月17~18日、7月29~30日、9月16~17日)
- ユーロ圏財務相会合/EU・経済財務相理事会(6月19~20日、ルクセンブルク)

### 3. 下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～

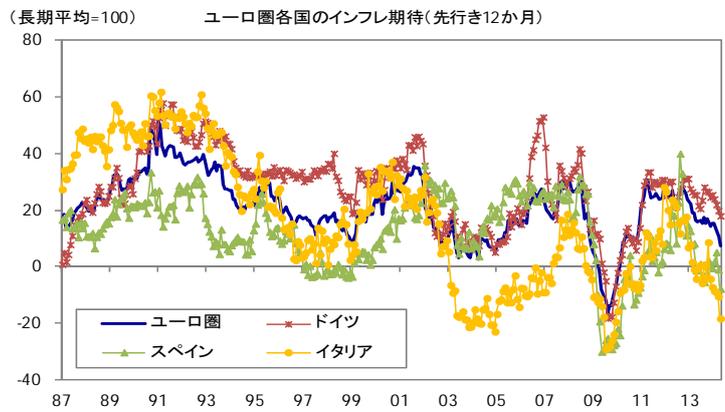
#### ポンド上昇にユーロも連れ高

昨日の為替市場ではポンドが上昇するに伴って、ユーロも連れ高となっている。英 4 月製造業購買担当者景気指数 (PMI) が予想以上に改善したことで、ポンドは対ドルで約 5 年ぶりの高値をつけたが、これに応じてユーロも対ドルで 1.3889 と約 3 週間ぶりの高値をつけている。後述するように、来週 8 日 (木) の ECB 理事会は現状維持予想が無難であり、必死の口先介入で市場期待を繋ぎとめ、ユーロの騰勢を押さえ込みに掛かるだろう。

#### マイナス圏に突入し始めたユーロ圏のインフレ期待

ところで一昨日発表されたユーロ圏 4 月消費者物価指数 (HICP) は前年同月比 0.7% 上昇と 3 月の同 0.5% 上昇から持ち直しが見られたものの、市場予想 (同 0.8% 上昇) には届かなかった。サービス価格主導で持ち直しが見られたが、「食料、アルコール&タバコ」や「エネルギー以外の鉱工業財」などはむしろ前月から減速しており、ユーロ圏の物価基調は引き続き頼りないものがある。とはいえ、こうした季節性に依存した表面的な改善も今の ECB にとっては朗報であり、これをテコに少なくとも来週 8 日 (木) の理事会は現状維持で乗り切りたい意向だろう。

だが、実際のインフレ率もさることながら、もう一点気掛かりな材料がある。それは欧州委員会が 4 月 29 日 (火) に公表したユーロ圏 4 月景況感指数である。ヘッドラインとして報じられた景況感指数は 102.0 と 3 月の 102.5 から悪化し、改善予想 (102.9) が覆された。これはこれでネガティブだが、ヘッドラインでは報じられない詳細項目「今後 12 か月間の価格動向 (Price trends over next 12 months)」も目を惹く動きを示している。ドラギ ECB 総裁は日本化の可能性を問われた際、執拗にユーロ圏のインフレ期待の安定を反論の根拠とするが、少なくとも同調査が示す消費者のインフレ期待は危うさが



(資料) 欧州委員会

漂い始めている。国別にみると、既にギリシャだけではなくイタリア、スペインといった大国においてもインフレ期待がマイナス圏に沈み始めている。何をもってインフレ期待とするかは意見が分かれるが、過去トリシェ元 ECB 総裁が「明らかに重要な指標の 1 つ<sup>1)</sup>」と述べた 5 年後における 5 年間のインフレ期待を表す 5 年先 5 年物ブレイク・イーブン・フォワードレート (5 年先 5 年物 BEI) も 4 月末から 5 月初めにかけて 2% すれすれまで低下している。少なくとも、インフレ期待という論点から日本化を強く否定するロジックは危うくなりつつあるように思われる。

#### ユーロ/ドル「1.45」以上ならば追加緩和は不可避

来週 8 日 (木) の ECB 理事会に関するプレビューは改めて行が、インフレを巡る計数が弱い内容となったことを踏まえても、ドラギ総裁が今回カードを切ることはないだろう。元より 3~4 月の HICP にはイースター要因が含まれるため、政策判断の材料として相応しくないうえ、4 月 23 日 (水) に公表された 4 月 PMI の大幅改善は現状維持の格好のエクスキューズになる。また、5 月以降の米経済改善を期待しつつ、ユーロ/ドルの下落に賭ける思いもあるかもしれない。

今後、ありそうなシナリオとしては HICP が新たなディスインフレ領域 (0.5% 未満) に入り、5 年先 5 年物 BEI が 2% を割り込むようになった場合、ようやく重い腰を上げ、まずは政策金利を 0.25% から 0.10% へ引き下げて時間を稼ぐ展開だろう。これはユーロ相場次第であり、1.40 以上が定着しない中であっては、6 月理事会で動くこともな

ユーロ高がHICPに与える影響と想定HICPなど

	ユーロ/ドル			
	1.40	1.42	1.45	1.50
①ユーロ高度合い (%, 14年3月スタッフ見通し対比、※1)	2.9	4.4	6.6	10.3
②HICPへの下押し程度(ポイント、※2)	-0.15	-0.22	-0.33	-0.51
③ユーロ高の結果として想定されるHICP (%, 前年比※3)	0.7	0.6	0.5	0.3

※1: 2014年3月スタッフ見通しはユーロ/ドル「1.36」を前提としている。

※2: 過去のECB論文やドラギ総裁発言を踏まえ、「1%のユーロ高は▲0.05ポイントのデフレ圧力」と仮定している。

※3: 14年4月の「前年同月比0.8%上昇」を起点としている。

(資料) ECB

<sup>1</sup> Introductory statement to the press conference (with Q&A), Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Lucas Papademos, Vice President of the ECB Frankfurt am Main, 4 September 2008

いだろう。過去の ECB ワーキングペーパーやドラギ総裁発言などを踏まえれば「1%のユーロ高は▲0.05 ポイント程度のデフレ圧力」と推測される<sup>2</sup>が、3 月スタッフ見通しのユーロ/ドル想定が 1.36 であることを踏まえれば、1.40 は 2.9%のユーロ高で▲0.15 ポイントのデフレ圧力、1.42 は 4.4%のユーロ高で▲0.22 ポイントのデフレ圧力、そして 1.45 は 6.6%のユーロ高で▲0.33 ポイントのデフレ圧力といったイメージになる。

もちろん、あくまで幾つかの前提を置いたうえでの試算であり、幅を持ってみる必要はある。特にヘッドラインの HICP が重視されることを踏まえれば、原油価格の正確な想定も重要になってくるだろう。とはいえ、ユーロ/ドルが 1.45 を安定的に上回るような状況に至った場合、HICP が新たなディスインフレ領域(0.5%未満)に突入する可能性は意識せざるを得ず(前頁表)、そこまでいけば追加緩和は不可避となっていると思われる。上述したような、インフレ期待の低下基調は、確固たるファンダメンタルズに裏打ちされたユーロの先高観とそれに伴う物価の先安観を織り込んだ部分が小さくないのではないかと。

以 上

国際為替部  
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](mailto: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。

---

<sup>2</sup> ECB は 2007 年 8 月に発表した『THE IMPACT OF EXCHANGE RATE SHOCKS ON SECTORAL ACTIVITY AND PRICES IN THE EURO AREA』との論文で「1%のユーロ相場上昇は 1 年後の HICP を▲0.07 ポイント押し下げる」と試算している。一方、ドラギ総裁は今年 3 月 6 日の記者会見において「実効ベースで 10%のユーロ高はインフレ率を▲0.4～▲0.5 ポイント下押しする」と述べている。本欄ではこれを踏まえ 1%ユーロ高で▲0.05 ポイントと仮置きした。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPFではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見直し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バートマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボニー発言の読み方などについて