

みずほマーケット・トピック(2021 年 4 月 9 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: GFSR も懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～

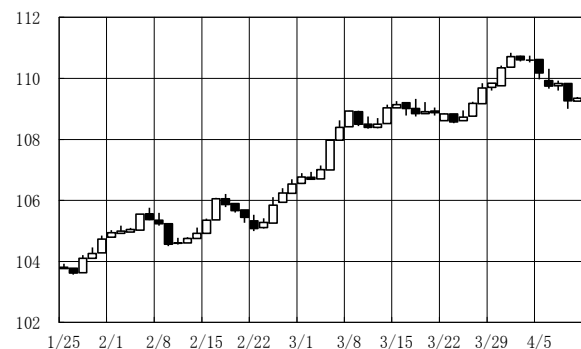
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は年初来高値を更新後、下落する展開。週初 5 日、110 円台後半でオープンしたドル/円は、前週末の米 3 月雇用統計の良好な結果を好感した流れを受けて一時年初来高値となる 110.75 円まで上昇したが、ロンドン市場などが休場となる中で上値は限定的。その後は、米金利が低下すると、ドル売りが強まり、約 2 週間ぶりにドル/円は一時 110 円を割り込む展開となった。6 日は、IMF が世界成長率予想を上方修正したが、リスクセンチメントは改善せず米金利の低下もあいまって、ドル/円は 109 円台後半まで下落。7 日にかけて、ドル/円は軟調推移。本邦勢の実需のドル買いと米金利の軟調推移を背景にドル売りが交錯する中、109 円台後半で上値の重い推移となった。8 日は、米失業保険申請件数が市場予想より下振れる結果となり、米金利も低下する展開に、ドル/円は一時週安値となる 109 円ちょうどまで値を下げた。本日のドル/円は、109 円台前半で方向感に欠ける値動きとなっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上昇する展開。週初 5 日、1.17 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、域内の主要国でロックダウンやワクチン接種が遅れていることが嫌気されて、一時週安値となる 1.1738 まで下落した。しかしその後は、ドル売り優勢地合いとなる中、ユーロ/ドルは 1.18 台前半まで上昇し、徐々に値を戻した。6 日にかけても前日後半のドル売り優勢の展開が継続した。ユーロ/ポンドの上昇にサポートされたほか、米金利の低下もあいまって、ユーロ/ドルは 1.18 台後半まで続伸した。7 日も、ユーロ/ドルは堅調で一時的に 1.19 台前半まで上昇。しかしクノット・オランダ中銀総裁の域内の物価動向に関して慎重な見方を示したことや、下落が続いていた米金利の持ち直しを受けてドルが買い戻されると、ユーロ/ドルは 1.18 台後半まで弱含んだ。8 日には、ユーロ/円が下げ渋ったことやユーロ/ポンドの上昇の流れを受けてユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1928 まで連れ高となった。本日のユーロ/ドルも、1.19 台前半の週高値近辺での取引となっている。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週				
		4/2(Fri)	4/5(Mon)	4/6(Tue)	4/7(Wed)	4/8(Thu)	
ドル/円	東京9:00	110.62	110.69	110.20	109.80	109.86	
	High	110.75	110.75	110.55	109.94	109.90	
	Low	110.37	109.96	109.67	109.58	109.00	
	NY 17:00	110.59	110.18	109.73	109.83	109.26	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1779	1.1768	1.1818	1.1874	1.1873	
	High	1.1787	1.1819	1.1878	1.1915	1.1928	
	Low	1.1749	1.1738	1.1795	1.1861	1.1861	
	NY 17:00	1.1752	1.1812	1.1876	1.1873	1.1915	
ユーロ/円	東京9:00	130.23	130.21	130.19	130.43	130.44	
	High	130.30	130.22	130.56	130.67	130.44	
	Low	130.06	129.85	129.83	130.17	129.59	
	NY 17:00	130.18	130.15	130.38	130.31	130.21	
日経平均株価		29,854.00	30,089.25	29,696.63	29,730.79	29,708.98	
TOPIX		1,971.62	1,983.54	1,954.34	1,967.43	1,951.86	
NYダウ工業株30種平均		-	33,527.19	33,430.24	33,446.26	33,503.57	
NASDAQ		-	13,705.59	13,698.38	13,688.84	13,829.31	
日本10年債		0.12%	0.12%	0.10%	0.09%	0.09%	
米国10年債		-	1.71%	1.66%	1.68%	1.63%	
原油価格(WTI)		-	58.65	59.33	59.77	59.60	
金(NY)		-	1,728.80	1,743.00	1,741.60	1,758.20	



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、14日(水)にベージュブック(地区連銀経済報告)が公表される。前回3月発表分の総括で景気は「わずかに拡大した」とされた。雇用や賃金動向については、「緩やかではあるが上昇した」と総括されたが、労働需要は産業ごとや技術水準により状況は異なる点が多いと指摘された。先行きに関しては新型コロナウイルスのワクチン接種が広がる中で、今後半年から1年後について前向きであるとの回答も目立った。物価状況に関しては、「穏やかに上昇」と総括された。製造業を中心に需要の高まりとともに原材料価格の上昇が加速したことや寒波到来の影響でエネルギー価格の騰勢が強まったことが報告された。こうした内容は直近のISM景気指数や雇用統計の結果と概ね整合的である。今回に関しては、サービス業においても時短営業の解除や営業再開の動きが進んでいることから、幅広い業種で景気回復が報告される見込みが強い。とは言っても、今週公表されたFOMC議事要旨(3月会合分)では、FRBが改めて早期の緩和縮小の可能性を否定している。月末にはFOMCの開催を控えるが、緩和的な政策の下で経済の回復を確認する時間帯が継続しそうである。
- 本邦では、15日(木)に地域経済報告(さくらリポート)が発表される。1月報告分では、北海道で景気の総括判断が引き下げられた以外は「横ばい」や「緩やかな改善」となった。生産活動においては全地域において景気判断が引き上げられた一方、消費活動に関してはまちまちで、地域ごとに差がみられる結果となった。業種別では製造業とサービス業の間で明暗が別れた。製造業に関しては自動車関連産業やIT関連産業において需要の回復が進んでおり、業況の改善を報告する企業も見られた。一方、サービス業については、Go toトラベルキャンペーンの中断や対面型サービスの時短営業要請が各地域で継続していることから、不況を脱していない企業が大半を占めた。その他、設備投資や雇用の動向に関しては、業種問わず積極的な拡充を避けるといった判断が多くを占めた。今回報告に関しても、緊急事態宣言再発令下での調査結果となることから、軟調な結果となることが想定される。また、一部地域では感染者数の再拡大を受けて、4月に入りまん延防止等重点措置の適用を開始しており、サービス業を中心に不況の長期化も懸念される。

	本 邦	海 外
4月9日(金)	_____	・米3月PPI
12日(月)	・3月国内企業物価指数 ・3月工作機械受注(速報)	・ユーロ圏2月小売売上高
13日(火)	_____	・米3月CPI
14日(水)	・2月コア機械受注	・米3月輸出/輸入物価指数 ・米ベージュブック公表
15日(木)	・日銀地域経済報告(さくらリポート)	・米3月小売売上高(速報) ・米4月NY連銀製造業景況指数 ・米3月鉱工業生産
16日(金)	_____	・米4月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・ユーロ圏3月CPI(確報) ・ユーロ圏2月貿易収支

【当面の主要行事日程(2021年4月～)】

ECB政策理事会(4月22日、6月10日、7月22日)

日銀金融政策決定会合(4月26～27日、6月17～18日、7月15～16日)

FOMC(4月27～28日、6月15～16日、7月27～28日)

3. GFSR も懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～

今後 2～3 年は「成長痛」を覚悟

昨日は IMF の運営方針を決める国際通貨金融委員会（IMFC）が公表した声明文において「景気回復は進んでいるものの、その見通しは極めて不透明であり、金利急騰がとりわけ新興国への打撃になりかねない」といった旨の懸念が示されている。ゲオルギエフ IMF 専務理事は、先進国の高成長が金利上昇を引き起こせば、ワクチン供給が進まず経済活動を再開できていない途上国が打撃を受ける恐れがあると述べた。この論点は一昨日の本欄で世界経済見通し（WEO）をレビューした際にも議論した通りである。

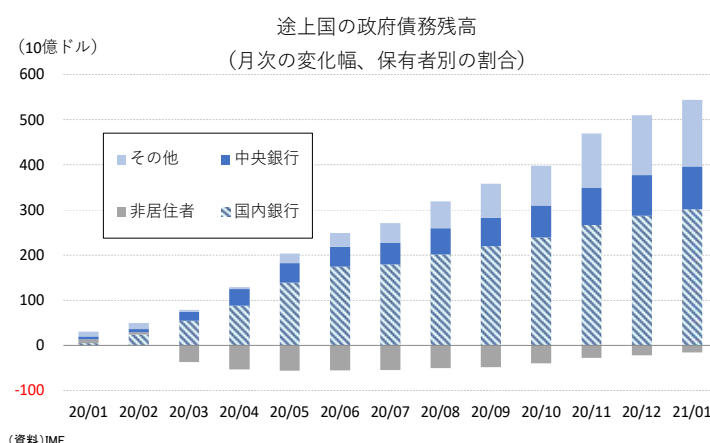
2013 年以降の FRB が正常化プロセスで直面したように、米国が正常化に向かう過程では一時的に国際金融資本が米国以外から米国へシフトし、資本の出元となった国では混乱が起きやすくなる。それは正常化に伴って世界が被る「成長痛」のようなものだが、大幅な経常赤字など対外経済部門に脆弱性を抱える国は感染拡大状況も相まって混乱に至りやすい。実際、産油国通貨であるメキシコペソの動きが年初から冴えないのは感染拡大状況もさることながら、隣国米国の金利上昇が資金流出を引き起こしているからだとの見方もある。そのような国が増えること自体、結局は FRB の政策運営にとってノイズになるため、主要国の資産市場の見通しにも影響してくる。今後 2～3 年はこの視点が重要になると考えられる。

GFSR も金利上昇を懸念

類似の議論は WEO だけではなく同じタイミングで公表された「国際金融安定報告（GFSR）」でも指摘されている。先進国の金利上昇が元々あった銀行部門の脆弱性と相まって、新興国は厳しい状況に陥るのではないかと懸念が GFSR では示されている。実際、新興国の金利は米国のそれに合わせて浮上しつつあり、「ファンダメンタルズが弱く、ワクチンへのアクセスが限定的な国は脆弱な環境に追い込まれる」という GFSR の抱く懸念は現実のもの

となりつつある。図は途上国の政府債務残高に関し、月次での変化幅を過去 1 年についてみたものである。先進国同様、途上国も今次ショックに合わせて大規模な財政出動を決定しているが、発行された国債の多くは国内銀行で吸収されていることが分かる。政府と銀行による国債管理体制が強化される状況下、意図せざる金利上昇が国内金融システムを通じて実体経済を直撃する恐れが高まっている。GFSR ではそのトリガーとして先進国経済における政策正常化の動きを指摘しているが、冒頭述べたように、それが世界経済にとっての「成長痛」だとすれば、新興国にとってはリスクでも世界としては通過しなければならない（した方がよい）リスクとも言える。現実的には、リスクがそこまで見えているのだから、利上げだけではなく資本規制なども講じつつ、ショックを緩和する手立てが必要だというのが IMF の胸中と見受けられる（そうした助言を指摘するのが IMF の役割でもある）。

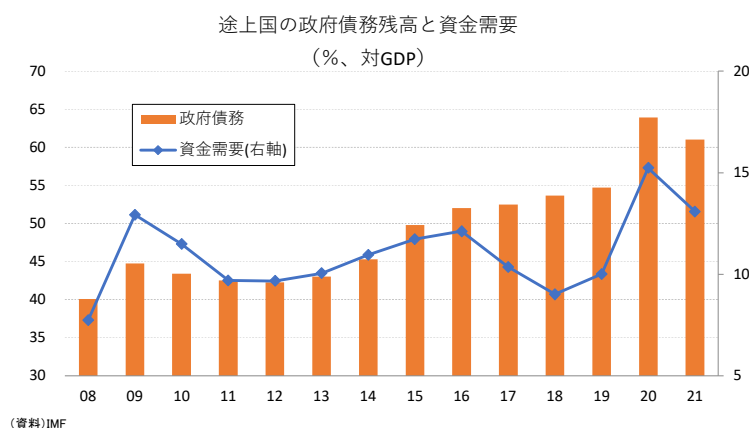
2021 年を客観視するほど、WEO や GFSR の抱く懸念は真つ当たと思える。IMF に限らず、中央銀行や国際機関の見通しは「ワクチン戦略が奏功する」という前提に立っている。とすれば、米国を中心とし



て財政・金融政策が少しずつではあろうが正常化に向かうことは間違いない（そうならずワクチンが無効化するようなシナリオはダウンサイドリスクなのでここでは論じない）。正常化ペースはワクチン接種ペースに依存するので、WEO で指摘されたように、先進国と途上国で成長率に格差は出る。しかし、国際金融市場は相互に関連している。米国を筆頭とする先進国の金利だけが上昇を続けるという状況はあり得ず、新興国でも同じことが起きる。状況が極まってくれば、米国の金利上昇に起因する自国の資本流出を抑止するために利上げに追い込まれる新興国も増え始め、株価を中心として資産価格が大崩れし始める。

広がる「金利の無い世界」のフロンティア

右図に示すように、昨年に続いて今年も新興国政府の資金需要はリーマンショック直後を超えるものが予想されている。これに応じて当該国政府は国債発行を行うのだとすれば、新興国市場における国債利回りの上昇は当然懸念される。実際に過去 1 年で、これまで量的緩和政策とは距離を置いてきた新興国の中央銀行も国債購入に追い込まれており、インドネシアのように明示的に財政ファイナ



ンスにまで手をかける中央銀行まで現れている。（恒例ではあるが・・・）アルゼンチンのように債務再編協議を検討する新興国も現れている。この状況は当面は続くと思われるだろう。

コロナショックがもたらした経済・金融情勢の変化は少なくないが、長い目で見れば「金利の無い世界」のフロンティアがいよいよ新興国にまで迫ってきたというのが最も重大な変化かもしれない。

市場営業部・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
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクテン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクテン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクテン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常態～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレイグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収獲減滅」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレイグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクテン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレイグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)