

みずほマーケット・トピック(2021 年 5 月 6 日)

明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」

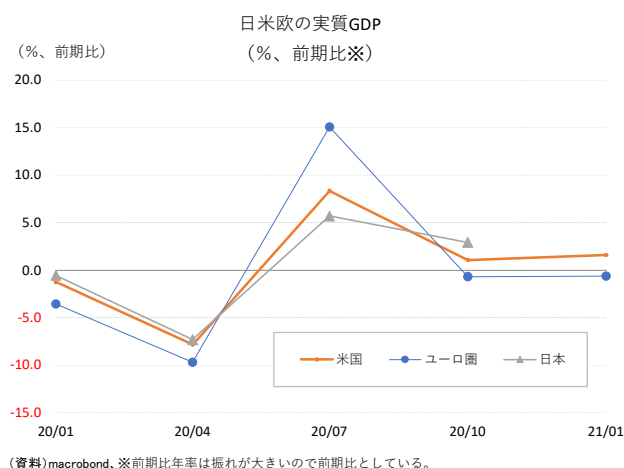
本邦連休中の為替市場は円安・ドル高。ワクチン接種とこれに伴う感染抑制状況に関し、米国と日本の差は開くばかりである。ワクチンが唯一の出口である以上、5 月以降もそれが相場を読み解く上での要諦になることは間違いなく、米金利とドルの上昇は必然の帰結。ワクチン戦略の巧拙は 1～3 月期 GDP にも反映されている。米国は前期比年率+6.4%と 3 四半期連続での増勢を維持。米国経済の加速は今後も期待できる情勢。片や、ユーロ圏は前期比▲0.6%とテクニカルには景気後退と判断する局面に。日本は再来週発表だが、マイナス成長は既定路線。もちろん、ユーロ圏も日本も 4～6 月期はプラス成長に復帰する見通しだが、その頃に米国はもっと遠くに行ってしまうだろう。ロードマップが明示される国の金利や通貨が上昇するのは当然。EU も米国には劣るが日本に比べれば遥かに正常化は早そう。成長率は「米国>EU>日本」、通貨強弱は域内貿易黒字の大きさも踏まえ「ドル>ユーロ>>円」となる公算が大きい。

～5 月以降もワクチン戦略が相場の要諦に～

本邦連休中の為替市場でははっきりと円安・ドル高が進んだ。ワクチン接種ペースとこれに伴う感染抑制状況に関し、米国と日本の差は開くばかりである。5 月 11 日に期限を迎える日本の緊急事態宣言期間は延長が必至と報じられる傍ら、米国ではバイデン大統領が独立記念日(7 月 4 日)までに成人の 70%が少なくとも 1 回のワクチン接種を完了するという目標を打ち上げている。5 月 4 日時点の接種率(1 回でも接種した人の割合)は米国の 44.2%に対し日本は 1.9%だ。また、米国に劣後しているとはいえ、EU 全体は 25.6%に達しており、ドイツも 29.3%とここにきて伸ばしている。もはや日本の状況は同じ G7 という枠組みで比較議論することが恥ずかしく思えるほど悲惨である。ワクチンこそが唯一の出口である以上、5 月以降もそれが相場を読み解く上での要諦になるのは間違いなく。米金利上昇、ドル高、円安という地合いは必然の帰結である。

～明暗分かれた欧米の第 1 四半期～

こうしたワクチン戦略の巧拙は徐々に発表されている 1～3 月期 GDP にも早速反映されている。本邦連休中、欧米では 1～3 月期 GDP が公表された。米国は前期比年率+6.4%と 3 四半期連続での増勢を維持している。成長に対する寄与度を見ると、個人消費が+7.0%ポイントで成長の大勢を占めており、設備投資(+1.3%ポイント)、住宅投資(+0.5%ポイント)、政府支出(+1.1%ポイント)とそのほかの需要項目でも満遍なく伸びが



見られる。現金給付を主軸とする政府の支援策、円滑なワクチン接種率を背景とする感染者のピークアウトと活動制限の解除が絡み合い、抑制されていた需要(ペントアップディemand)が経済を押し上げている様子が窺える。米国の経済活動制限の解除は4~6月期も続き、その後7~9月期には完全なる正常化を果たすという青写真を前提とすれば、成長率は加速する公算が大きい。

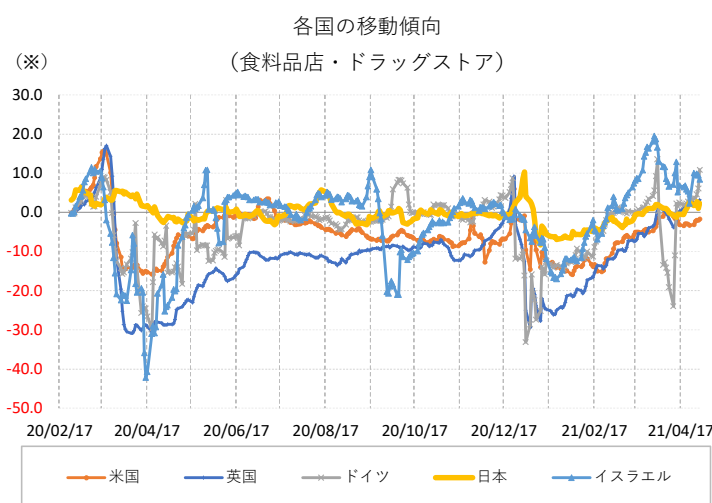
片や、ユーロ圏の1~3月期GDP成長率は前期比▲0.6%と前期(同▲0.7%)に続くマイナス成長となり、テクニカルには景気後退と判断する局面に陥っている。4大国のうちフランスだけは同+0.4%と増勢を維持したものの、ドイツ、イタリア、スペインがそれぞれマイナス成長を記録している。しかし、フランスも4月初旬に行動制限が復活(月末に解除)しており、4~6月期の数字に悪影響を及ぼすことは必至だろう。需要項目別の動きは未発表だが、例えばドイツ統計局は感染拡大に伴う行動制限がとりわけ個人消費に影響したと指摘しているが、いずれの加盟国も似たようなものだろう。日本に関しては5月18日の公表を待つ必要があるものの、マイナス成長は既定路線であり、例えば日経センターの実施する「EPSフォーキャスト」(4月8日発表)では前期比年率▲6%程度の仕上がりが見込まれている。ここから鉱工業生産など、基礎的経済指標が発表されていることを勘案して▲4%程度を予想する声も見られているが、マイナスであることに変わりはない。

もちろん、ユーロ圏も日本も4~6月期はプラス成長に復帰する見通しだが、その頃には米国はもっと遠くに行ってしまうだろう。こうした構図はそのまま相場に反映される公算が大きい。ワクチンの調達は元より、その打ち手や予約システムなど、ロジ面でのつまずきも指摘される国の通貨(円)と、2か月後には成人の7割が接種完了すると宣言されている通貨(ドル)では予測可能性が違い過ぎる。ロードマップが明示される国の金利や通貨が上昇するのは当然である。

なお、EUと日本の比較に関しては、互いに米国には劣るもののEUは日本に比べれば遥かにロードマップが描きやすい状況にあり、例えばECBはワクチン接種による年後半の集団免疫獲得をシナリオの前提のように見ている。今のワクチン接種ペースなら現実的な想定であろう(実際、接種ペースはもっと早くなる可能性もある)。成長率見通しは「米国>EU>日本」、通貨強弱に関しては域内貿易黒字の大きさも踏まえ「ドル>ユーロ>>円」となる公算が大きいと考える。

～金融市場は「方向感」を評価する～

日本は欧米対比で緩い活動制限が運営されてきたこともあり、国内レベルで見れば波を感じるものの、世界的に見れば過去1年間、「日常」が続いていたようにも見える。グーグル社が日次で更新する「COVID-19 Community Mobility Reports」から、その様子は窺える。右図は例として食料品店やドラッグストアに関する移動傾向を国別比較したものだ。過去1年間を通じて落ち込んでいた米国や英国、そしてユーロ圏(ここではドイツを使用)は昨年12月中旬からにわか



正常化に傾斜していることが分かる。冒頭述べた通り、ユーロ圏(ドイツ)に関しては年初から行動制限が復活しており、とりわけ3月から4月にかけてが厳しい時間帯となったが、4月に入りやはり徐々に解除され、人出復活している。既に人口の半数以上が2回目の接種を完了しているイスラエルに至っては、2月中旬以降、ベースライン(すなわちコロナ前)を大幅に上回っている。同国は屋外でのマスク着用義務が解除されるまでに至っている。

日本に関して「ベースライン(コロナ前)に近い状態が続いているから良いではないか」との見方もあるかもしれない。しかし、結局、株式や金利そして為替は従前からの変化幅を評価して動くものである。いつまで経っても「ワクチン接種が進まず、ベースライン前よりやや弱い状態」が漫然と続く日本への関心は善し悪し以前にそもそも高まりにくい。一方、「悪い状態からはっきりと改善している状態」が認められる欧米への関心は高まりやすい。金融市場はあくまで「方向感」を評価するものであって、漫然とした現状維持は材料視されにくい。もちろん、日本でも今秋にはワクチン接種ペースが加速し、接種率の格差は解消に向かうのかもしれないが、その頃は「FRBのテーパリングはいつ始まるのか。その先の利上げはいつ頃か」といった正常化プロセスにまつわる個別具体的なテーマが耳目を集めているだろう。それ自体、米金利とドルが評価される材料になる。全てが遅きに失している日本経済や円を評価できるポイントは今のところ見出しにくい。

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30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが見せる新興国の憂鬱
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チン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
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、ワクチン、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态～
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	前門のプレグジット、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「收穫減」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プレ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	ワクチ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～