

みずほマーケット・トピック(2022年1月21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: インフレに変化を強いられそうな ECB の政策姿勢〜ドイツ 10 年金利は約 3 年ぶりにプラス圏へ〜

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/円相場は軟調地合いとなった。週初17日、114.30円付近でオープンしたドル/円は株式市場の堅調推移や先週末にかけてのドル売りの反動から、海外時間にかけて114円台半ばまで上昇も、その後は米国市場休場の中で伸び悩み、動意薄の展開となった。18日、ドル/円は114円台半ばで小動きだったが、日銀金融政策決定会合で金融政策の大幅な変更が無いことが確認されると円売りが加速し、一時週高値の115.06円まで急上昇。海外時間に入ると、米株式市場の軟調推移や1月NY連銀製造業景気指数の急低下等で再び114円台半ばまで下落した。19日、ドル/円は米長期金利上昇に114円台後半まで上値を伸ばした後、日経平均株価の下落や米長期金利が低下に転じたことから114円台前半まで急落。その後も上値を重く114円台前半での揉み合いとなった。20日、ドル/円はアジア株の軟調推移に値を下げるもすぐに反発。海外時間に入ると、米金利低下に加え、発表の米新規失業保険申請件数や米12月中古住宅販売件数の冴えない結果に週安値の一時113.96円まで下落した。本日のドル/円は前日の安値を更新している。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半にかけて下落する展開となった。週初 17 日、1.1410 付近でオープンしたユーロ/ドルは欧州時間にかけて一時週高値の 1.1434 まで上値を伸ばすも、その後はやや材料難となった。18 日、ユーロ/ドルはオープン後に一時上値を伸ばすも、米金利上昇や欧米株式市場の冴えない動きに 1.13 台前半まで急落。その後も戻りは鈍く 1.13 台前半での揉み合いとなった。19 日、ユーロ/ドルは前日の安値付近まで下げ幅を広げるも、米長期金利低下に伴うドル売りからじり高に推移して 1.13 台半ばまで上昇した。20 日、ユーロ/ドルは米金利低下に伴うドル売りや独 12 月生産者物価指数の強い結果に 1.13 台後半まで値を上げるも、その後は米長期金利の下落幅縮小を受けてドル買い優勢となり、一時週安値の 1.1303 まで下落した。本日のユーロ/ドルも前日の安値付近での取引が継続している。

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)

		前週末	今 週			
		1/14(Fri)	1/17(Mon)	1/18(Tue)	1/19(Wed)	1/20(Thu)
ドル/円	東京9:00	114.12	114.31	114.58	114.56	114.35
	High	114.27	114.65	115.06	114.79	114.55
	Low	113.48	114.16	114.46	114.21	113.96
	NY 17:00	114.18	114.61	114.59	114.33	114.09
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1456	1.1407	1.1410	1.1328	1.1343
	High	1.1483	1.1434	1.1421	1.1357	1.1369
	Low	1.1399	1.1392	1.1315	1.1319	1.1303
	NY 17:00	1.1417	1.1405	1.1327	1.1344	1.1311
ユーロ/円	東京9:00	130.70	130.45	130.68	129.78	129.78
	High	130.80	130.83	131.17	129.98	130.08
	Low	129.79	130.36	129.70	129.40	129.05
	NY 17:00	130.41	130.73	129.76	129.65	129.05
日経平均株価	28,124.28	28,333.52	28,257.25	27,467.23	27,772.93	
TOPIX	1,977.66	1,986.71	1,978.38	1,919.72	1,938.53	
NYダウ工業株30種平均	35,911.81	-	35,368.47	35,028.65	34,715.39	
NASDAQ	14,893.75	-	14,506.90	14,340.26	14,154.02	
日本10年債	0.14%	0.14%	0.15%	0.13%	0.14%	
米国10年債	1.79%	-	1.87%	1.85%	1.81%	
原油価格(WTI)	83.82	-	85.43	85.80	85.55	
金(NY)	1,816.50	-	1,812.40	1,843.20	1,842.60	

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、25日(火)～26日(水)にFOMCが開催される。12月FOMCでは量的緩和の段階的縮小(テーパリング)の加速を決定。完了時期は22年6月から同年3月へ前倒しされる見通しとなった。これと総合的にドットチャートで示される22年の利上げ回数(中央値)は3回へ引き上げられた。短期間に「量」と「金利」の出口に関して道筋をつけたFRBの正常化プロセスの焦点は最終段階と言える量的縮小(QT:Quantitative Tightening)に移っており、その後公表された議事要旨ではQT開始に関する議論がなされたことが明らかになった。また、パウエルFRB議長は先週実施された公聴会にてオミクロン株の拡大による景気減速懸念以上に足許の消費者物価の騰勢を意識する旨の発言を残しており、12月に決定した正常化ペースを再検討することを示唆した。こうした中、市場では今年中に最低4回の利上げが織り込まれているほか、利上げやQTの開始時期の前倒しなどを見込む声が強まっている。

また、経済指標関連では27日(木)に10～12月期GDP(速報)が公表される。7～9月期GDPは前期比年率+2.3%にとどまった。米国経済がコロナ禍において20年4～6月期に底打ちを確認して以降、最低の伸び率となった。内訳をみると、個人消費が同+2.0%と大きく減速した点が指摘された。人員不足や原材料価格の高騰に伴って供給制約が強まったことが結果に現れた格好となった。設備投資も同+1.7%と4～6月期の同+9.2%から大きく減速した。外需部門に関しては財・サービス輸入の増加基調の他、前期比で輸出が減速したことで貿易赤字が拡大しており、こうした点も足を引っ張る結果となった。今回の結果に関しては、供給混乱に伴うインフレの高進が引き続き重しとなることが見込まれる。一方、オミクロン株の拡大が進んだ中でも社会活動の正常化は着実に進んでおり、この点はGDPの底上げに寄与するものと考えられる。なお、ブルームバーグの事前予想では10～12月期GDPを前期比年率+5.7%と予想している。
- 欧州では24日(月)にユーロ圏1月PMI(速報)が発表される。12月総合PMIは53.3と悪化し、昨年3月以来の低水準を記録した。内訳を見ると、製造業が58.0でサービス業は53.1となった。製造業に関しては11月の58.4から小幅な低下となった。ここまでPMIの押し上げ要因となってきた、供給制約に伴う原材料価格の上昇が足許で緩和されつつある状況が報告された。サービス業に関しては、53.1と域内でのオミクロン株の拡大が影響して11月から2.8ポイント悪化した。感染拡大が深刻化した地域では行動制限措置が再導入されるなど、観光や対面型サービスの不振が影響した格好となった。今月においても域内の感染状況やインフレ動向などに目立った変化はなく、12月と大きな乖離のない推移を見せると考えられる。なお、ブルームバーグでは1月の結果に関し、製造業、サービス業をそれぞれ58.2、52.5と予想している。

	本 邦	海 外
1月21日(金)	・12月全国CPI	・ユーロ圏1月消費者信頼感指数(速報)
24日(月)	・1月製造業/サービス業PMI(速報)	・ユーロ圏1月製造業/サービス業PMI(速報) ・米12月シカゴ連銀全米活動指数
25日(火)	・12月全国百貨店売上高	・米FOMC(26日まで) ・米11月住宅価格指数
26日(水)	・11月景気動向指数(確報) ・1月日銀金融政策決定会合「主な意見」	・米1月コンファレンスボード消費者信頼感指数 ・米12月新築住宅販売件数
27日(木)	—————	・米10～12月期GDP(速報) ・米12月耐久財受注(速報)
28日(金)	—————	・ユーロ圏1月消費者信頼感指数(確報) ・米1月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米12月個人所得/個人支出

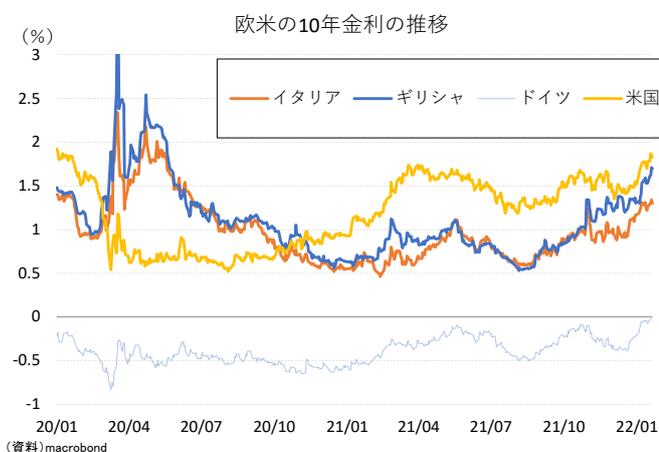
【当面の主要行事日程(2022年1月～)】

- FOMC(1月25～26日、3月15～16日、5月3～4日)
- ECB政策理事会(2月3日、3月10日、4月14日)
- 日銀金融政策決定会合(3月17～18日、4月27～28日、6月16～17日)

3. インフレに変化を強いられそうな ECB の政策姿勢～ドイツ 10 年金利は約 3 年ぶりにプラス圏へ～

ドイツ PPI は過去最高、域内金利も上昇へ

米国金利が名目および実質ベースで上昇し、株を筆頭とするリスク資産価格の動揺が続く中、欧州でも同様の流れが見られ始めている。一昨日には約 3 年ぶりにドイツ 10 年金利がプラス圏に復帰する動きが注目されたが、ドイツに限らず域内金利はコロナ以前の水準まで押し上げられており、これが対米金利差の拡大を抑止し、対ドルでのユーロ相場の堅調に寄与している印象はある。そうした折、昨日発表されたドイツ 12 月生産者物価指数 (PPI) は前年比+24.2%と市場予想の



中心 (同+19.4%) を大きく超え、過去最高の上昇率となった。依然「エネルギー価格主導で一時的」との見立ては多いが、原油価格は騰勢を強め続けており、その理屈も徐々に苦しくなっている。

ラガルド ECB 総裁は「年内利上げ無し」の修正に含みも

この点、昨日はラガルド ECB 総裁がフランスのラジオ局のインタビューに対し、ユーロ圏のインフレ率に関し今後 1 年間で供給制約やエネルギー価格上昇といった要因が剥落するに伴い徐々に低下するという従前の基本認

ECBのスタッフ見通し(2021年12月)

	2021	2022	2023	2024
消費者物価上昇率(HICP)	2.6	3.2	1.8	1.8
(前回:2021年9月)	2.2	1.7	1.5	—
実質GDP	5.1	4.2	2.9	1.6
(前回:2021年9月)	5.0	4.6	2.1	—

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2022～24年が1.13。

識を引き続き示した。あくまで FRB と ECB では置かれた状況も異なるため、FRB のタカ派路線に追随する必要はないという点も強調されている。とはいえ、12 月スタッフ見通しで示される 2024 年までのユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は平均すれば+2%を突破しており (表)、解釈次第では物価の安定 (というよりも上振れ) が認められ、引き締めの措置が決断される可能性が無いとは言えない。実際、ラガルド総裁も「数値やデータ、事実を踏まえて必要となれば金融政策措置で対応する用意がある」と述べており、「年内利上げ無し」と断言してきた従前路線が絶対ではないことも感じさせる。

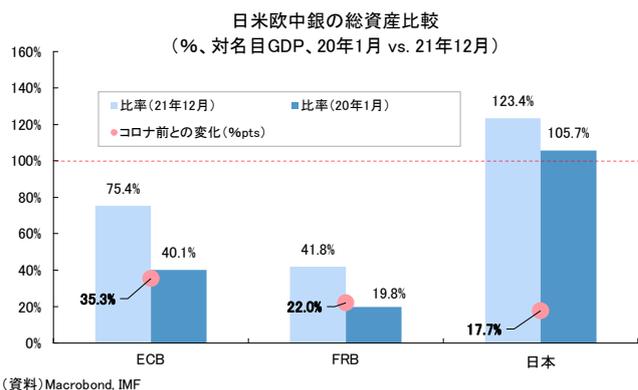
2 月政策理事会は様子見を強調

こうした中、2 月 3 日の ECB 政策理事会はどのように動くだろうか。プレビューにはまだ早いですが、引き締めが完全に既定路線化している FRB に対し、ECB は修正余地も大きそうであり、思索を巡らせる必要を感じる。上で見たように、現状の基本姿勢は「インフレは一時的」と「FRB に合わせる理由は無い」がアピールポイントになっており、正常化を急ぐつもりはなさそうである。あくまで 12 月に決めたばかりの 3 月のパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) 終了と 4 月以降の拡大資産購入プログラム (APP) 増額を持ち上げ、必要な措置は済んでいることを強調するだろう。とはいえ、世界的にインフレ

加速が続く以上、もはや「量」の面で緩和を続けること自体が時代錯誤という風潮にもなりつつある。年内継続予定の APP に関し、4~6 月期以降に約束されている臨時増額は果たして実現するのだろうか。現状のフォワードガイダンスは「利上げを始める直前まで (shortly before we start raising the key ECB interest rates)」と資産購入終了から程なくして利上げが到来することになっているため、一足飛びに APP 打ち切りという判断には至らないだろう。しかし、月間 200 億ユーロの定例ペースで買い入れを継続するのであれば、それで十分という路線変更くらいはあるかもしれない。とすれば、ECB が取るべき「次の一手」は APP 終了を視野に収めつつ、「量が終わってから、『しばらくは (例えば for some time など)』は金利を据え置く」とある程度利上げまでのリードタイムを確保するという手もあり得る。

いずれにせよ「インフレは一時的 (だから現状維持)」という紋切型の回答だけで市場を手なずけるのは難しくなっており、2 月政策理事会の会見ではもう一段、タカ派色を色濃くした情報発信が必要になるように思える。さもなければ催促するように国債利回りが騰勢を強め、それ自体が実体経済を毀損するリスクも浮上しかねない。少なくとも ECB は金額ベースでも、GDP 比ベースでも、パンデミック下で最も緩和を拡大した中央銀行で

あり (図)、量的緩和に関し、月間購入額というフロー面で打ち切っても、バランスシート規模というストック面の効果を強弁することでタカ派に傾斜する余地は十分考えられる。



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
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続ききそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン連運総経の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に悩まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に悩まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわか出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～