

みずほマーケット・トピック(2022年2月4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: ECB 政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～

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/円相場は上値重く推移した。週初31日、115.25円付近でオープンしたドル/円は日経平均株価の堅調推移から一時週高値の115.59円まで上値を伸ばすも、海外時間に入ると独1月CPIが良好な結果になったことでドル売りが進み、114円台後半まで下落。売り一巡後は115円台前半まで反発した。1日、115円台前半で推移していたドル/円は、中国をはじめ主要なアジア市場が旧正月で休場となる中、米長期金利低下を背景にじり安の展開。海外時間でもその流れは継続しドル売りが加速、114円台半ばまで下落。その後も114円台後半で上値重く推移した。2日、ドル/円は引き続き旧正月で閑散取引となった中、114円台後半での小動きだったが、海外時間に発表の米1月ADP雇用統計の予想外の悪化に一時週安値の114.16円まで急落。売り一巡後は株式市場の堅調推移を受けて114円台半ば付近まで値を戻した。3日、114円台半ば付近で小動きだったドル/円は海外時間に入ると米金利上昇に伴うドル買いにサポートされて115円手前まで上昇、堅調に推移した。本日のドル/円もその水準での取引が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に値を上げる展開となった。週初31日、1.1155付近でオープンしたユーロ/ドルは前週末から下げ幅を拡げ、一時週安値の1.1139を付けるも、海外時間に発表の独1月CPIの強い結果を受け1.12台半ばまで持ち直した。1日、ユーロ/ドルはオープン後に下げ幅を拡げるも、米長期金利に伴うドル売りに加え、週後半にECB政策理事会を控えてのポジション調整の動きから1.12台後半まで値を戻した。2日、ユーロ/ドルはユーロ圏1月消費者物価指数が12月に続き過去最高を更新すると、ユーロ買いが加速し1.13台を回復。その後、小反落する場面も見られたが下値は堅く、1.13付近での揉み合いとなった。3日、ユーロ/ドルは前半にかけてECB金融政策理事会を控え動意に乏しい動きとなった。政策理事会後のラガルドECB総裁の会見では高インフレに強い警戒を示し、タカ派的な見解が示された。一連の発言が材料視され域内金利が上昇幅を拡大させるとユーロ/ドルも一時週高値の1.1451まで急伸した。本日のユーロ/ドルは前日の水準を維持し1.14台半ば付近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)

		前週末	今 週			
		1/28(Fri)	1/31(Mon)	2/1(Tue)	2/2(Wed)	2/3(Thu)
ドル/円	東京9:00	115.36	115.27	115.13	114.74	114.38
	High	115.68	115.59	115.19	114.80	114.99
	Low	115.13	114.92	114.56	114.16	114.33
	NY 17:00	115.24	115.16	114.69	114.42	114.99
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1146	1.1153	1.1229	1.1273	1.1298
	High	1.1174	1.1248	1.1279	1.1330	1.1451
	Low	1.1122	1.1139	1.1221	1.1267	1.1265
	NY 17:00	1.1147	1.1236	1.1274	1.1304	1.1439
ユーロ/円	東京9:00	128.61	128.58	129.31	129.31	129.22
	High	128.84	129.36	129.52	129.46	131.54
	Low	128.40	128.55	128.88	129.05	129.22
	NY 17:00	128.49	129.34	129.29	129.33	131.54
日経平均株価	26,717.34	27,001.98	27,078.48	27,533.60	27,241.31	
TOPIX	1,876.89	1,895.93	1,896.06	1,936.56	1,919.92	
NYダウ工業株30種平均	34,725.47	35,131.86	35,405.24	35,629.33	35,111.16	
NASDAQ	13,770.57	14,239.88	14,346.00	14,417.55	13,878.82	
日本10年債	0.16%	0.17%	0.18%	0.17%	0.17%	
米国10年債	1.78%	1.78%	1.79%	1.77%	1.84%	
原油価格(WTI)	86.82	88.15	88.20	88.26	90.27	
金(NY)	1,786.60	1,796.40	1,801.50	1,810.30	1,804.10	

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、本日4日(金)に1月雇用統計が発表される。前回12月の非農業部門雇用者数は+19.9万人(前月比、以下同様)と市場予想(+45.0万人)を大幅に下回る結果となった。民間部門雇用者数は+21.1万人、政府部門雇用者数は▲1.2万人の結果となった。民間部門雇用者数に関する内訳は、民間サービス部門が+15.7万人と11月の+19.8万人から伸びが減速した。娯楽・宿泊業が年末商戦の影響もあり+5.3万人と11月の+4.1万人から加速したものの、その他の部門では軒並み穏当な動きとなった。財部門は+5.4万人とやや上昇幅を減らした。うち、製造業が+2.6万人建設業が+2.2万人で共に前月からの勢いが鈍化した。政府部門については▲1.2万人と前月からマイナス幅が縮小したものの、5か月連続で減少した。一方、失業率は3.9%と0.3%ポイントの改善、足許では5か月連続で減少しており、3%台を記録したのは20年2月以来となった。労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)は、61.9%と11月から横ばいの推移となった。また、長期失業者数(27週以上の失業者人数)は前月から▲18.5万人と引き続き減少傾向が見られている。なお1月の結果に関しては、既に発表されているADP雇用統計では非農業部門の雇用者数が20年12月以来となるマイナス(▲30.1万人)に転じたが、ブルームバーグの事前予想では非農業部門雇用者増加数を+13.4万人と見込んでいる。失業率については、3.9%、労働参加率については61.9%とそれぞれ据え置き予想となっている。

また、経済指標関連では、10日(木)に1月CPIの公表を控えている。前回12月の結果は前年比+7.0%と39年半ぶりに7%に達した。主な要因としては供給制約に伴う住居費、中古車や食品の値上がりのほかガソリン価格の高騰が指摘された。また、食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+5.5%と1991年以來の大きな伸びとなっており、幅広い分野で物価の騰勢が確認された。インフレ対応については1月FOMCにて大きな論点となり、パウエルFRB議長は特に供給制約の問題が予想以上に大きく長く続いていると言及しており、労働市場のひっ迫に伴う賃金水準の上昇も今後インフレ圧力となり得るとの見解を示した。こうした発言に整合する格好でFRBは金融政策正常化のスピードを加速させることは確実な情勢となっており、次回3月FOMCでの利上げ開始をもはや市場は織り込む状況となっている。なお、1月の結果については足許のオミクロン株の拡大の影響で隔離措置などに人員不足が加速しているとの報告もあり、財価格の騰勢が強まる可能性も浮上している。ブルームバーグの事前予想では1月CPIを前年比+7.3%と予想し、12月の水準を更に上回るとしている。

	本 邦	海 外
2月4日(金)	_____	<ul style="list-style-type: none"> 米1月雇用統計 ユーロ圏12月小売売上高 北京冬季五輪開幕
7日(月)	<ul style="list-style-type: none"> 12月景気動向指数(速報) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏2月センチックス投資家信頼感指数 米独首脳会談
8日(火)	<ul style="list-style-type: none"> 12月貿易収支 1月景気ウォッチャー調査 	<ul style="list-style-type: none"> 米12月貿易収支
9日(水)	<ul style="list-style-type: none"> 1月工作機械受注(速報) 	_____
10日(木)	<ul style="list-style-type: none"> 1月国内企業物価指数 	<ul style="list-style-type: none"> 米12月卸売在庫(確報) 米1月消費者物価指数
11日(金)	_____	<ul style="list-style-type: none"> 英10~12月期GDP(速報) 米1月財政収支 米2月ミシガン大学消費者マインド(速報)

【当面の主要行事日程(2022年2月~)】

ECB政策理事会(3月10日、4月14日、6月9日)

FOMC(3月15~16日、5月3~4日、6月14~15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. ECB 政策理事会を終えて～利上げは最速 7 月か？～

ECB もタカ派旋回、22 年利上げも

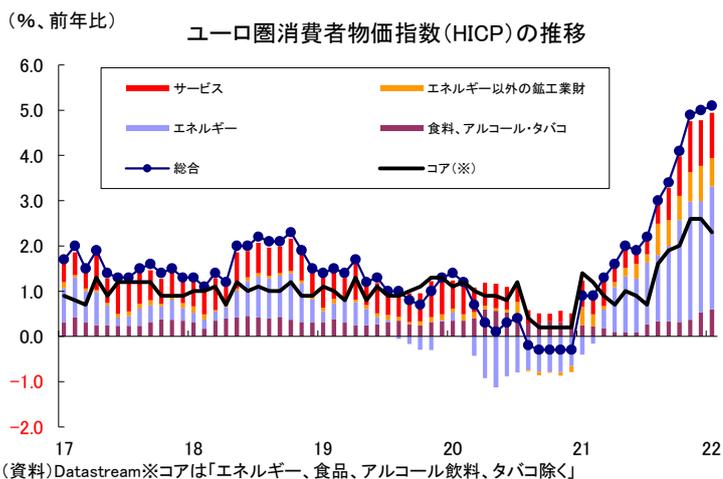
今年最初の ECB 政策理事会は従前のハト派姿勢を急旋回させる結果となった。本欄 2022 年 2 月 4 日 1 月 21 日号『インフレに変化を強いられそうな ECB の政策姿勢～ドイツ 10 年金利は約 3 年ぶりにプラス圏へ～』では「世界的にインフレ加速が続く以上、もはや『量』の面で緩和を続けること自体が時代錯誤という風潮にもなりつつある」と述べ、現在描かれている 4 月以降の拡大資産購入プログラム (APP) の臨時増枠は既定路線ではないと予想した。昨日のラガルド ECB 総裁会見を見る限り、ほぼこの予想に沿った展開になっていると言える。今回の会合の注目点は 2 つある。1 つはラガルド総裁が 2022 年中の利上げを否定できなかったこと、もう 1 つは 3 月政策理事会での政策調整を示唆したこと、である。

過去 6 週間で何が変わったのか？

まず 2022 年中の利上げの可能性に関し、ラガルド総裁は前回 12 月会合まで「非常に可能性が低い (very unlikely)」と一蹴していた経緯がある。今回は 1 人目の記者が「まだ『highly unlikely』に拘っていますか。それとも前に進みますか (Are you sticking to “highly unlikely,” or have you moved on?)」と率直に質しており、これに対しラガルド総裁は「条件のない公約は掲げない。現時点ではそれに細心の注意を払うことがより重要だ (I never make pledges without conditionalities and it is even more important at the moment to be very attentive to that)」と検討の余地があることを示唆している。

前会合までの政策姿勢はあくまでインフレ高進はエネルギー主導であり、年後半には落ち着いてくるとの見通しに支えられていたと考えられる。この点、声明文には「decline in the course of this year」との表現が残されているので、中長期的にインフレ率が加速して制御不能になるとまではやはり考えられていない。しかし、「特に短期的にはインフレ見通しは上方に傾斜している (risks to the inflation outlook are tilted to the upside, particularly in the near term)」と明記されているように、問題視されるのは短期の時間軸であり、現状が放置されれば、賃金上昇などを通じてリスクになると懸念が示されている。

とはいえ、前会合からの約 1 か月 (厳密には 6 週間) の間に短期的な状況が激変したと言えるかどうかは直感的に分かりにくい。もちろん、12 月時点の経済見通しと現状の経済見通しでは前提が異なるので、「見通しが変われば変わる」というラガルド総裁の弁明は正しい。だが、市場参加者にとっては 12 月見通しが最新見通しであり、タカ派旋回の説明はどうしても求められる。この点、確かに、ユーロ圏 1 月消費者物価指数 (HICP) が前月



比+5.1%と 2 か月連続で過去最高を更新しており、これ自体は ECB にとってサプライズになった可能性がある。そもそも 2021 年下半期 (7～12 月) はドイツの付加価値税減税の反動から一時的に押し上げられている部分が大きかった。それが完全に剥落した 2022 年 1 月以降、HICP の減速は当然視されていたわけだが、結局、原油価格を筆頭として資源高の押し上げが強まっている。この点を重く見たという主張

も理解できなくはない。しかし、かねてより ECB が強調するようにあくまでエネルギー要因が半分であり、実際、コアベースでは反落し始めている（前頁図）。だからこそ、ECB の「一時的」という従前の基本姿勢は維持される筋合いもあった。事実、今回の政策理事会のようなタカ派旋回を受けて、市場は大きく変動しており、予想外だったことが分かる。「市場との対話」はやや十分ではなかった感がある。

敢えて解釈を進めるとすれば、「短期→長期」の圧力が増しており、これを放置すると目標をオーバーシュートするという理解を抱いているのだろう。これはラガルド総裁の「我々はインフレ目標に近づいており、中期的な影響は今後、明らかになる」との発言からも感じ取れる。確かに、ウクライナ侵攻を巡る地政学リスク、これに伴う原油や天然ガスの価格急騰は過去 6 週間で顕著になった事実でもあり、それが ECB の姿勢を揺るがしたという解釈は納得できる。

3 月に何が起きるのか？～考えられる 3 つのパターン～

次に、利上げと共に注目されるのが 3 月政策理事会における政策調整である。ラガルド総裁は、上述の「条件のない公約は<中略>重要だ」との発言に続けて「われわれは非常に慎重に評価し、データに依存することになる。その作業は 3 月に行われる予定だ（As I said, we will assess very carefully, we will be data dependent, we will do that work in March）」と続けている。具体的にはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）終了と引き換えに 4 月から始まる APP の臨時増枠とその漸減見通し（現状 200 億ユーロ→4 月以降 400 億ユーロ→7 月以降 300 億ユーロ→10 月以降 200 億ユーロ）を再考するという作業である。繰り返し論じているように、政策理事会としてインフレ高進を懸念するタイミングで、激変緩和措置とはいえ量的緩和の拡大を図ることはもはや無理筋である。

3 月の決定内容は今後の情報発信と共に検討していきたいが、現時点で考えられる選択肢として①ペースの下方修正（例：4 月以降 200 億ユーロ→7 月以降 100 億ユーロ→10 月以降は終了）、②臨時増枠はせず 4 月以降も 200 億ユーロで据え置き、③3 月末で APP も終了などが考えられる。「①→②→③」の順にタカ派色が強まるが、後述するフォワードガイダンスの関係も考えると、さすがに③は考えにくい。①や②にしておけば今後状況が変わった際、柔軟にペースを変えれば良く、裁量も確保できる。いずれにせよ、声明文においてこれまで記載されていた「we will adjust in either direction」の「in either direction」が削除されており、「次の一手」が緩和的ではなく、引き締めのことになることは確実となる。

「sequence」がキーフレーズに

一昨日には ECB に関し「7 月にも利上げ」とのヘッドラインが躍り、昨日は「年 4 回の利上げも」という市場予想まで取りざたされている。回数の話はさておき、2022 年中の ECB 利上げはその「有無」ではなく「時期」が焦点に移ったのは確かだ。仮に年央利上げとなれば ECB としては 2011 年 4 月以来、約 11 年ぶりの利上げとなる（ちなみにその利上げは世紀の失策として直ぐに巻き戻されている）。年後半にインフレ率が落ち着くことを前提としている以上、ECB が 4 回利上げに至る公算は大きくない。しかし、そこまでの動きが視野に入るということはマイナス金利からの脱却も視野に入るということでもある。仮に複数回の利上げと共にマイナス金利脱却がテーマとして浮上すれば、世界最強の実需環境を裏付けに持つユーロ相場は欠点を克服することになり、堅調に推移することだろう。

もともと、利上げの前に量的緩和を処理しなければならない。今回、総裁会見では普段は登場しない sequence（順序）という単語が 6 回も登場した。ECB の場合、「We expect net purchases to end shortly

before we start raising the key ECB interest rates」のフォワードガイダンスを据え置く限り、「量」の打ち切りがあって初めて「金利」の引上げが可能になる。ラガルド総裁はこの「量→金利」の時間的順序(sequence)は遵守する旨を表明しており、あくまで徐々に対応し「船を揺らす (rock the boat)」ことはしないと述べている。そのほかの発言においても、あくまでデータに基づきこの時間的順序に沿った対応を心掛けることを約束している。よって、「次の一手」はあくまで「量的緩和である APP を打ち切ってから利上げをする」という路線で確定している。

なお、市場からすれば「We expect net purchases to end shortly before we start raising the key ECB interest rates」の「shortly before」がどの程度の時間軸を指すのかが当然気になるところである。この点、「shortly before」の具体的な意味を問う記者は現れており、これに対しラガルド総裁は「これまで想定されてきたよりも恐らくやや短い (little shorter than just before)」と述べるにとどめている。その発言に続けて、やはり時間的順序(sequence)を守る重要性が強調されていることから、何を置いてもまずは「APP を如何に閉塞させるか」が ECB の抱く最大の問題意識であることが窺えた。上述したように、それはどんなに早くとも年央になるだろう。例えば 6 月に APP 終了を決定・実行し、7 月利上げというのが最速スケジュールだろうか。この辺りは市場で浮上している利上げ観測と平仄が合う考え方である。

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2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(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～)
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帰還報道
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～バイマン独連銀総裁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秋季世界経済見直し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕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～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
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～にわかに入ロムード～
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～新ガイドンスを巡って議論紛糾～)