

みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 10 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: ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～	

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/円相場は週半ばに上昇、堅調な推移となった。週初7日、115.25円付近でオープンしたドル/円は上値を伸ばす場面も見られたが、日経平均株価の軟調推移やポジション調整の動きが散見され一時週安値の114.92円まで下落。その後は115円台前半での揉み合いとなった。8日、115円台前半で推移していたドル/円は米長期金利やクロス/円の上昇を眺めながらドル買い優勢の展開。海外時間でもその流れは継続し、米株式市場や米長期金利の上昇を受け115円台半ばまで上昇。その後小反落も下値は堅く、115円台半ば付近で堅調に推移した。9日、ドル/円はオープン後に一時週高値の115.69円を付けた後、米長期金利低下を背景にドル売りが強まって115円台前半まで下落。売り一巡後は下げ渋り、前日に続いて株式市場の堅調推移を受けて115円台半ばまで値を戻したが、翌日に米1月CPIの発表を控えて1日の値幅わずか35銭程度の狭いレンジで方向感のない値動きとなった。本日のドル/円週高値付近での取引が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は1.14 台前半を中心に方向感のない展開となった。週初7日、1.1455 付近でオープンしたユーロ/ドルは一時週高値の1.1474 まで上値を伸ばした後、米長期金利上昇に伴うドル買いやポジション調整の動きから1.14 台前半まで下落。その後はラガルド ECB 総裁が公聴会にて金融政策の調整は漸進的に行っていくとの発言を受けてやや上値重く推移したものの、終盤にかけて1.14 台半ば付近まで持ち直し、一進一退の値動きとなった。8日、1.14 台半ば付近で推移していたユーロ/ドルは米長期金利上昇を背景にドル買い優勢となり、一時週安値の1.1397 まで値を下げ、その後持ち直すも戻りは鈍く1.14 台前半で上値重く推移した。9日、ユーロ/ドルは新規材料難の中、米長期金利の上下動や株式市場の堅調推移に加え、翌日に米1月CPIの公表を控える中、積極的な取引は控えられ終日を通し1.14 台前半を中心に揉み合いとなった。本日は前日の水準から若干値を下げ、1.1410 付近での取引となっている。

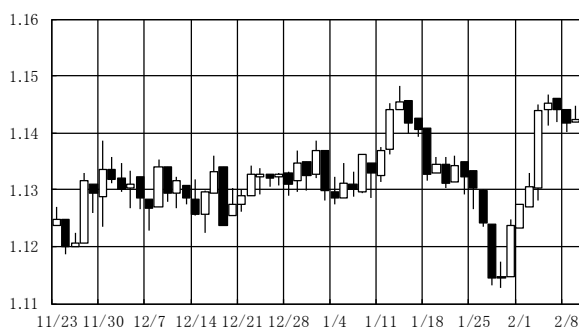
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週		
		2/4(Fri)	2/7(Mon)	2/8(Tue)	2/9(Wed)
ドル/円	東京9:00	114.97	115.23	115.07	115.55
	High	115.43	115.37	115.63	115.69
	Low	114.77	114.92	115.06	115.32
	NY 17:00	115.20	115.09	115.53	115.55
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1435	1.1453	1.1441	1.1421
	High	1.1483	1.1474	1.1448	1.1448
	Low	1.1411	1.1415	1.1397	1.1403
	NY 17:00	1.1451	1.1442	1.1417	1.1424
ユーロ/円	東京9:00	131.46	131.98	131.69	131.99
	High	132.09	132.15	132.02	132.14
	Low	131.46	131.27	131.50	131.63
	NY 17:00	131.90	131.70	131.92	132.01
日経平均株価		27,439.99	27,248.87	27,284.52	27,579.87
TOPIX		1,930.56	1,925.99	1,934.06	1,952.22
NYダウ工業株30種平均		35,089.74	35,091.13	35,462.78	35,768.06
NASDAQ		14,098.01	14,015.67	14,194.46	14,490.37
日本10年債		0.19%	0.20%	0.21%	0.20%
米国10年債		1.91%	1.92%	1.96%	1.94%
原油価格(WTI)		92.31	91.32	89.36	89.66
金(NY)		1,807.80	1,821.80	1,827.90	1,836.60

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、16日(水)に、FOMC 議事要旨(1月会合分)が公表される。1月 FOMC においてもタカ派色は薄まることはなく、実質的に3月利上げが予告された格好となった。パウエル FRB 議長は会見でも「3月会合で利上げに適切な条件が整うと想定している」と明言している。また、バランスシート縮小(QT)も、早期に動いたほうがいいとの見解のもと、次回以降の FOMC で議論を深掘りしていくこととなっており、順当に行けば6月ないし7月の FOMC で決断される公算が大きい。タカ派傾斜の背景としてはやはり、FRB の物価や賃金騰勢に対する警戒が根強い点にある。12月 CPI は前年比+7.3%と39年ぶりの高水準をつけた他、先週発表の1月雇用統計の結果が事前予想を上回ったこともあり、市場では3月における利上げ幅の拡大(50bps の利上げ)や年内での利上げ回数の増加を予想する声も出ている。かかる状況下、今回の議事要旨において、まずは FOMC メンバーのタカ派の度合いを把握することが重要となる。加えて、急速な金融引き締めを進めることによる米景気のオーバーキル懸念やグローバルな金融市場の動揺の可能性に関する見解にも注意を払いたい。
- 本邦では15日(月)に10～12月期 GDP(速報)の発表を控える。7～9月期 GDP(修正値、以下同様)は前期比▲0.9%(前期比年率▲3.6%)となり、2四半期ぶりのマイナス成長に転じた。主な内訳をみると、内需の減速が目立った。個人消費は前期比▲1.3%と2四半期ぶりに減少した。自動車や家電といった耐久財の販売が軟調となったほか、衣服などの半耐久財も伸び悩んだ。期間の殆どが緊急事態宣言下にありながらも、ワクチンの接種率が上昇したことを背景にサービス消費はほぼ横ばいの動きとなった。企業部門では、設備投資が同▲2.3%と冴えない内容でこちらも2四半期ぶりのマイナスに落ち込んだ。企業の投資意欲は底堅いものの、供給制約に伴う半導体不足と価格高騰が影響した格好となった。また、政府支出はワクチンの接種の普及などにより同+1.0%で2四半期連続のプラスを維持した。外需部門では輸出が同▲2.1%と5四半期ぶりにマイナスに転落し、輸入も▲2.7%で4四半期ぶりに減少する結果となった。10～12月期 GDP に関しては、緊急事態宣言が解除されたこと、新型コロナウイルスの感染拡大が比較的低水準に抑えられていたことによりサービス業を中心に個人消費が上向くことが見込まれる。とはいえ、22年に入り国内でオミクロン株が拡大したことで多くの都道府県でまん延防止等重点措置が再開されたこともあり、次四半期(22年の1～3月期)についての結果は再度落ち込むとの見方が強い。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+1.5%(前期比年率+6.0%)と見込んでいる。その他の経済指標関連として、18日(金)には1月全国 CPI が公表予定となっている。

	本 邦	海 外
2月11日(金)	_____	・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)
14日(月)	_____	_____
15日(火)	・10～12月期 GDP(速報) ・12月鉱工業生産(確報)	・ユーロ圏10～12月 GDP(修正値) ・米1月 PPI ・米2月 NY 連銀製造業景気指数
16日(水)	・12月第3次産業活動指数	・米 FOMC 議事要旨(1月会合分) ・米1月輸出/輸入物価指数 ・米1月小売売上高
17日(木)	・1月貿易収支	・米1月住宅着工件数
18日(金)	・1月全国 CPI	・ユーロ圏12月経常収支 ・ユーロ圏2月消費者信頼感指数(速報) ・米1月中古住宅販売件数

【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. ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～

軍事衝突後を想定する動きも

目下、金融市場は2つのリスクに直面している。1つは言うまでもなく FRB のタカ派姿勢がどこまで強まるのかというリスク、もう 1 つはロシアのウクライナ侵攻に関わるリスクである。前者は日増しにオーバーキル懸念が強まっているものの、「これ以上何を織り込むのか」という段階まで市場の思惑が膨らんでいるのも事実だろう。今後に関し、「何がいつまでにどうなるのか良く分からない」という意味では前者のリスクの方が徐々に大きくなっているように思える。本当に武力衝突に至った場合、ロシアから欧州への天然ガス供給は滞り、高止まりしている同価格はさらに上離れする可能性がある。だからこそ、米国がアジアの液化天然ガス（LNG）輸入国に対して欧州への融通を打診しており、先週 3 日、萩生田経産相は、「国際社会で貢献できることは考えていきたい」と検討を示唆している。既にエネルギー安全保障の分野では軍事衝突後のリスク管理を視野に動き始めている。

話はやや逸れるが、今、日本が原発再稼働に踏み切れば、融通できる LNG も増え、エネルギー面から戦略的に欧州に「貸し」を作ることができたかもしれない。外交・安全保障面の議論では頻繁に「日本はしたたかに立ち回れ」といった表現が好んで使われるが、そうした立ち回りこそ「したたか」なのだと思う。だが、岸田政権においては、原発増設はもちろん、再稼働方針にも言質を与えず、エネルギー政策の指針は定まっていない。本来、米国から打診を受ける前に着想しても良い話である。

失地回復を図りたいバイデン政権

話を日本から世界に戻す。米国を筆頭とする西側陣営として欧州をバックアップするという基本方針に議論の余地はないが、過去の本欄で論じたように、ドイツの立ち位置は今一つはっきりしない。今週 7 日にはバイデン米大統領とシュルツ独首相がホワイトハウスで初めて会談を持ったが、互いの微妙な齟齬がクローズアップされたただけであった。既報の通り、「ロシアが侵攻に踏み込んだ場合、大規模な経済制裁を科す方針で一致」とのヘッドラインが伝えられているものの、具体的な議論が詰められたわけではなさそうである。今回の米独首脳会談の注目点は「軍事侵攻が見られた場合、制裁にはノルドストリーム 2（NS2）の稼働凍結も含まれるのか」という点にあった。この点、バイデン大統領は「ロシアの戦車や兵士が国境を越えた場合、NS2 が稼働することはない」と明言しているのに対し、シュルツ首相は「全てのことを公にしないことが重要」と明言を避け、「我々は団結し、必要な手段を取る」とはぐらかしたことが報じられている。バイデン大統領は歴代の米政権が認めてこなかった NS2 の完工を実質的に認めてしまったという経緯もあり、ドイツからの言質は是が非でも取りたいという思いはあったと思われるが、そこまでは至っていない。

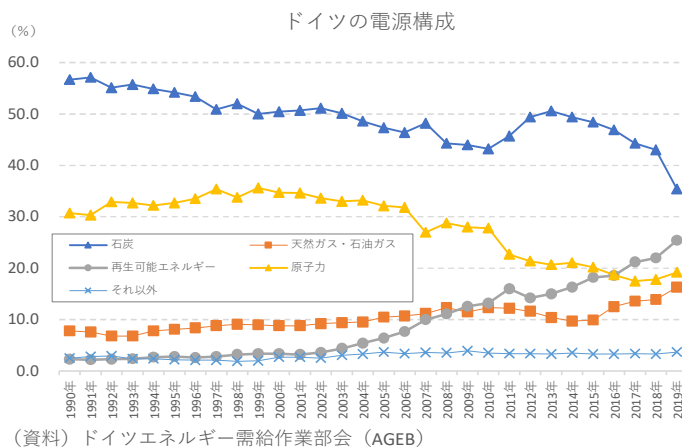
約半年前の 2021 年 7 月、バイデン大統領はトランプ前政権で傷ついた米独関係を修復し、対中包囲網形成を優先する思惑からメルケル前首相とホワイトハウスで会談し、共同声明を発表している。この声明ではドイツはウクライナのエネルギー安全保障支援などで少なくとも 1 億 7500 万ドルを拠出し、ロシアがウクライナ侵攻に及んだ場合はドイツが強い制裁を講じることが約束された。バイデン大統領はこうしたドイツの姿勢を信じる格好で NS2 の完成を認めた経緯がある。しかし、「ウクライナを迂回する NS2 が完成すれば同国へのリスクは高まる¹」という米国がかねて懸念していた展開が早速実現しつつあり、バイデン大統領としても失地回復のための一手が必要な状況と言える。上述した日本を筆頭とするアジ

¹ NS2 以前の既存パイプラインはウクライナを経由するのでウクライナは戦略的に軽視できない立ち位置にあった。

アの LNG 輸入大国が欧州への融通を図るという構図はバイデン政権主導のロシア挟撃作戦と言えるものだが、こうした作戦を提案しなくてはならないだけの事情がバイデン政権にはある。

ドイツの自傷行為を止めさせる時

周知の通り、ロシアが西側諸国に対して強く出られる背景は欧州とりわけドイツがロシア産天然ガスに大きく依存しているためだ。現状、ドイツの電源構成において天然ガスは原子力と同程度のシェアまで高まっており（図）、脱炭素機運に即して石炭火力を撤退させ、同国の原発廃止路線も不変とすれば、ロシアへの依存度はさらに高まるしかない（ドイツの輸入する天然ガスの半分はロシア産）。とすれば、ロシアの戦略的優位を減じるためには①ロシア以外からの



天然ガス供給を増やすか、②天然ガスの依存度を下げるか、のいずれかが必要である。既述の通り、①はバイデン政権主導の挟撃作戦という格好で動いている。

問題は②であり、この点はドイツの自助努力で改善する余地が大いにある。米独首脳会談でショルツ首相はロシアへの依存度を下げるために「経済を近代化し、ガスが使われているところを水素に切り替えていく」と述べたが、火急の事態となっている現状に対し、随分と悠長な話に感じられた。筋論で言えば、戦争有事を回避するという大義の下、石炭火力や原子力の活用は検討されても不思議ではないように思える。気候変動対策という大義の下で石炭火力の使用を控え、東日本大震災へのアンチテーゼから原発を廃止するというのはドイツ政府の決定事項であり、それゆえに自ら修正することができる。政治決定の背景には色々な思想信条があるのだろうが、現状ではそれがドイツのみならず世界にとっての自傷行為になっている。有限である LNG を融通する日本からしてもドイツが最善を尽くさない中で国民的な理解が得られるのかという疑問もある。

なお、2月4日、ロイターは『Russian gas crisis stokes Europe's appetite for Russian coal』と題し、ロシアからの天然ガス供給が途絶えたとの懸念から欧州がロシアからの石炭輸入を増やしていると報じている。これによれば特にドイツ、ベルギーそしてオランダが購入しており、2021年通年で前年比+16%以上も増えているという。ショルツ政権の意思決定には、緑の党の意向が陰に陽に働かざるを得ないが、ドイツ国内だけではなく外交・安全保障面のリスクまで増大させ、挙句、実態としては「石炭を爆買いしている」となれば気候変動の看板は相当疑わしいものにならざるを得ないだろう。払った代償は安くないが、これらの動きで緑の党の支持率が低下するかどうかは注目したい。今回のウクライナ危機が、時に理想主義に邁進し合理的な判断ができなくなるドイツにとって、環境一辺倒の姿勢を修正する契機になれば不幸中の幸いである。

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8日	為替は金利の代わりに政治ヘアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
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～ショルツ政権の迷走～
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～「目先の生活」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～)