

みずほマーケット・トピック(2022 年 4 月 8 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: 本邦 2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～

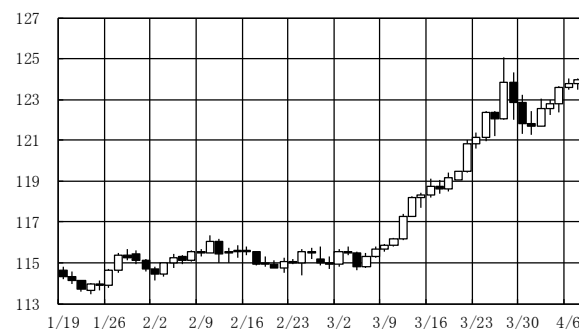
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円相場は週半ばに急上昇し、堅調さを維持した。週初4日、122.60円付近でオープンしたドル/円は仲値にかけてドル売りが加速し、一時週安値の122.28円まで下落も、売り一巡後はロシア・ウクライナ情勢の悪化と米金利上昇にサポートされてじり高に推移し123円後半まで上昇した。5日、ドル/円は東京時間で黒田日銀総裁による円安けん制発言により一時値を下げるも、海外時間ではブレイナードFRB理事によるタカ派的な発言や米長期金利上昇にドル買いが加速、123円台半ばまで急伸した。6日、ドル/円は前日海外時間のドル買いの流れが継続、米長期金利上昇も相まって一時週高値の124.05円をつけた後、海外時間では米国株式市場の軟調推移やFOMC議事要旨公開後のポジション調整に伴って123円台半ばまで下落し、その後も上値の重い値動きとなった。7日、123円台後半で揉み合いだったドル/円は日経平均株価の大幅下落に123円台半ばまで下落し、その後はやや材料に欠いて方向感なく推移。米国時間に入ると、米新規失業保険申請件数の良好な結果や株式市場の堅調推移にサポートされて124円ちょうどまで値を戻した。本日のドル/円は東京オープン前に週高値を更新するなど124円付近の取引となっている。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は週後半にかけて続落、上値の重い展開となった。週初4日、1.1045付近でオープンしたユーロ/ドルは朝方に一時週高値の1.1054まで上値を伸ばすも、その後は1.10台半ばでの小動き。海外時間では、欧米諸国による対ロ制裁強化の思惑が強まりユーロ売りが加速、1.09台半ばまで急落した。5日、ユーロ/ドルは1.09台後半での小動きだったが、米長期金利上昇やFRB高官のタカ派的な発言にドル買いが加速し、1.09ちょうどまで急落した。6日、ユーロ/ドルは前日に続き米長期金利上昇に伴うドル買いに押され、欧州時間に1.08台後半まで値を落とし、その後持ち直すも戻りは鈍く、1.08台後半で上値の重い展開となった。7日、ユーロ/ドルはECB政策理事会議事要旨でのタカ派な内容に1.09台前半まで回復も、その後はロシアへの制裁強化の動きや米長期金利上昇にドル買い優勢となり、一時週安値の1.0865まで値を下げた。本日のユーロ/ドルは前日安値の1.0860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				
		4/1(Fri)	4/4(Mon)	4/5(Tue)	4/6(Wed)	4/7(Thu)	
ドル/円	東京9:00	121.76	122.62	122.80	123.65	123.72	
	High	123.03	122.96	123.67	124.05	124.00	
	Low	121.66	122.28	122.38	123.46	123.47	
	NY 17:00	122.55	122.76	123.63	123.79	123.98	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1074	1.1047	1.0974	1.0905	1.0898	
	High	1.1076	1.1054	1.0988	1.0938	1.0936	
	Low	1.1028	1.0960	1.0900	1.0874	1.0865	
	NY 17:00	1.1048	1.0970	1.0906	1.0895	1.0881	
ユーロ/円	東京9:00	134.80	135.19	134.72	134.93	134.80	
	High	135.87	135.64	135.11	135.43	135.50	
	Low	134.79	134.58	134.30	134.76	134.49	
	NY 17:00	135.37	134.69	134.81	134.87	134.89	
日経平均株価		27,665.98	27,736.47	27,787.98	27,350.30	26,888.57	
TOPIX		1,944.27	1,953.63	1,949.12	1,922.91	1,892.90	
NYダウ工業株30種平均		34,818.27	34,921.88	34,641.18	34,496.51	34,583.57	
NASDAQ		14,261.50	14,532.55	14,204.17	13,888.82	13,897.30	
日本10年債		0.21%	0.21%	0.21%	0.24%	0.23%	
米国10年債		2.39%	2.39%	2.55%	2.60%	2.66%	
原油価格(WTI)		99.27	103.28	101.96	96.23	96.03	
金(NY)		1,923.70	1,934.00	1,927.50	1,923.10	1,937.80	

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、12日(火)に3月CPIの公表を控えている。前回2月の結果は前年比+7.9%と昨年8月以降上昇が続き、40年ぶりの水準に達した。主な要因としては予てより指摘されている原油などの資源価格のほか、小麦をはじめとする商品価格、直近では生鮮食品などの食品価格まで、かなり多岐にわたっている。また、食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+6.4%とこちらも上昇幅は約40年ぶりの水準となっている。こうした状況下、FRBのインフレ対応の必要性は必然的に高まっている。今週公表された3月FOMC議事要旨では、次回5月会合以降、利上げ幅を50bpsとする利上げを最低1回以上実施すべきとの意見や、量的引き締め(QT)については全てのFOMCメンバーが早ければ5月の次回会合でプロセスを開始するのが適切と考えていることが明らかとなった。加えて、迅速に金融政策を中立的なスタンスに戻すことが望ましいとしており、こうした姿勢はインフレが長期化することに対する警戒感によるものと言える。なお、3月の結果についてはロシアがウクライナに侵攻を開始した影響が色濃く反映されるものと考えられ、資源価格などをはじめ更なる加速が見られるとの見方が強い。ブルームバーグの事前予想では3月CPIを前年比+8.4%となっており、2月の水準を更に上回るとしている。また、13日(水)には3月PPIも公表予定となっている。
- 欧州では14日(木)にECB政策理事会が開催される。3月のECB政策理事会は、域内のインフレ動向を勘案して定例購入プログラムであるAPPの購入ペース縮小を決定した。7～9月期以降は①APP終了が中期的なインフレ見通しを押し下げないと判断されれば終了、②そうではない(2%見通しと矛盾する)場合は規模と期間を再検討するという条件付きの終了で、プログラム停止の確約はしていない。利上げに関しては、引き続き「量」の緩和が終了したのちに検討する路線を継続し、金利水準に関するフォワードガイダンスもややタカ派に寄った修正が加わった。こうした中で、利上げ時期については曖昧を残すものの、利上げへの意思が明確となったことが確認された。目下、ECBの金融政策正常化はウクライナ危機の動向に左右される部分が大いだが、月初公表の3月の消費者物価指数(HICP)が前年比+7.5%と過去最高の数字を連続で更新しており、インフレ懸念が更に強まる中で、ECBが今回会合においてAPPの停止時期決定など改めて金融引き締めに踏み込む可能性も考えられる。実体経済のダメージに配慮しつつ、ECBがどの程度タカ派に傾くかが本会合の注目点となりそうだ。

	本 邦	海 外
4月8日(金)	・2月経常収支	・米2月卸売在庫
11日(月)	・3月工作機械受注(速報) ・日銀地域経済報告	_____
12日(火)	・3月国内企業物価指数	・ユーロ圏4月ZEW景気期待指数 ・米3月CPI ・米3月財政収支
13日(水)	・2月コア機械受注	・ユーロ圏2月鉱工業生産 ・米3月PPI ・英3月CPI
14日(木)	_____	・米3月小売売上高 ・米3月輸出/輸入物価指数 ・米4月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・ユーロ圏ECB政策理事会
15日(金)	・3月全国百貨店売上	・米4月NY連銀製造業景気指数 ・米3月鉱工業生産 ・米3月設備稼働率

【当面の主要行事日程(2022年4月～)】

ECB政策理事会(4月14日、6月9日、7月21日)

日銀金融政策決定会合(4月27～28日、6月16～17日、7月20～21日)

FOMC(5月3～4日、6月14～15日、7月26～27日)

3. 本邦 2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～

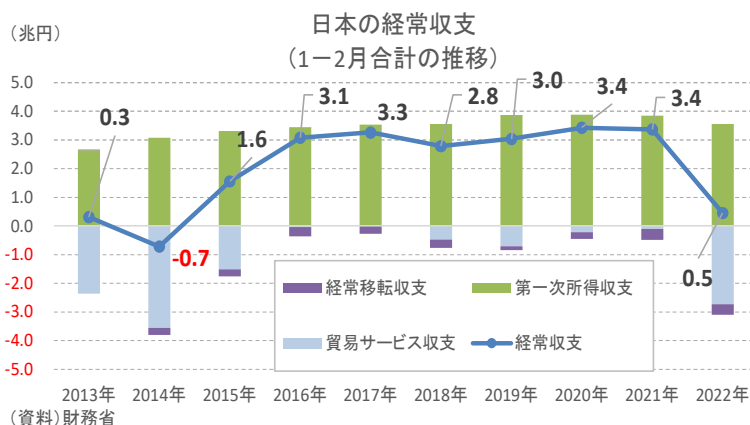
1～2 月合計で考えたい経常収支

今朝発表された本邦 2 月国際収支統計では経常収支が+1 兆 6483 億円と 3 か月ぶりに黒字に復帰した。もっとも、1 月分に関しては中国の春節休暇が前年比で前倒しになっていた影響で輸出がとりわけ減少していたという事情があった。それゆえ、2 月分は貿易赤字の縮小（1 月 ▲2 兆 3422 億円→2 月 ▲3803 億円）を主因として経常黒字が復元されると想定されていた（市場予想の中心は+1 兆 4368 億円の経常黒字）。それでも 2 月の経常黒字としては 2015 年以来で最低の数字を記録している。

なお、1 月経常赤字の拡大を春節前倒

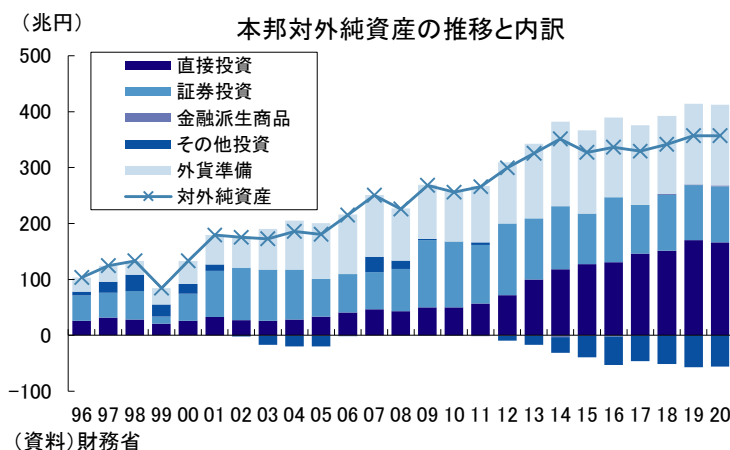
しの影響として整理するのは正しいが、そうであれば 1～2 月合計を例年と比較すれば実情が見えてくる。過去 10 年について 1～2 月合計の経常収支状況を振り返ってみると、今の状況は 2013～2014 年の状況に類似する。当時は資源高主導で貿易赤字が拡大し、2014 年に関してはそこに消費増税前の駆け込み需要も重なったことで輸入が膨らんで

いた。それゆえ、現状の数字だけを見れば経験がないという事態ではない。だからこそ「構造的な円安」と聞くと、反射的に異を唱えようとする向きがあるのだろう。その気持ちは分からなくはない。



大きな視点で対外経済部門の評価をすべき

だが、筆者が懸念しているのは「脱炭素・感染症・戦争といった大きな時代の『うねり』がもたらした資源価格の底上げが不可逆的なものであった場合、日本の経常収支状況はかつてよりも脆弱なものになる」という展開である。2014 年以降、経常黒字の蓄積である対外純資産は世界最大のステータスを維持してきたものの、明らかに伸びが鈍化している。保有資産の価格や為替動向など市況要因も小さくないが、フローである経常収支が変化していることの結



果でもある。緩やかながら日本の対外経済部門の状況ひいては円相場の需給環境は構造的な変化を体験している真っ最中だろう。その上で、貿易赤字の規模を規定する資源価格の水準が切り上がるのだとしたら、やはり経常収支に関し、黒字の激減、赤字への転落、対外純資産の変調という話をしなければならないだろう。それは盤石の需給を唯一絶対の拠り所としてきた円にとっては大きな話である。

筆者は 1 ドル 120 円や 125 円をつける最近の急変動を「構造的な円安」と呼びたいわけではない。かつて猛威を振るった「リスクオフの円買い」が迫力を失っている事実から「構造的な円安」を感知すべき

ではないのかという主張である。ウクライナ危機は紛れもなくリスクオフイベントであり、安全資産の筆頭格である円が買われるはずだった。しかし買われるどころか戦時中のロシアルーブルや通貨信認が地に堕ちたトルコリラと比べられるほどに売られた。その事実を真摯に受け止めた上で、背景事情を冷静に考えるタイミングが到来していると言えないだろうか。

円安の流れを止められるとしたら日本側の行動に

対外純資産残高の動きからも分かるように、経常収支に変調が見られ始めたのはこの10年の話であり、今に始まったことではない。3月の円売りは単月の経常赤字転落（過去2番目の大きさ）と日銀の指値オペ執行という2つの材料が重なり、元々あった「構造的な円安」の芽が着目されたのだと筆者は理解している。このうち前者の資源高に引きずられた経常収支状況は日本にとって不可抗力としても、後者の金融政策は能動的に修正が可能な話であり、円安の流れを止める一助にはなるかもしれない。時同じくして総裁交代が近づきレジームチェンジという言葉と共に市場にアピールできる環境もある。「円売りは日銀のお墨付き」と揶揄されるような市場の理解を変えられるのは言うまでもなく日銀だけである。もっとも、金融政策を修正するにあたっては、（世論を踏まえれば）相応の成長率復元も必要になる。これまでのように新型コロナウイルスの新規感染者数に拘泥して行動規制を慢性化させる防疫政策の在り方を根本的に見直し、経済正常化に本腰を入れるというのが金融政策正常化の大前提になる。

また、不可抗力と述べた経常収支状況についても、原発再稼働を通じ、輸入の25%を占める鉱物性燃料の海外依存を抑制する余地はある。エネルギー政策の針路をどうしたいのか。為替市場を安定化させる上でも求められる議論ではないかと考える。これは日銀ではなく、政府・与党に託された課題である。

基本的に変動為替相場において日本側の行動で相場の流れを変えることは難しい。しかし、足許の円安の背景を見る限り、全く無手の状況とも言えないように思う。円安は市場で決められた価格であり、それをフェアバリューとして日本経済は受け入れるしかない。しかし、自助努力でそのフェアバリューを変える余地は残されているように見受けられる。

市場営業部
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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へ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見通し改定について～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・原子カグリーン認定
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～本場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