みずほマーケット・トピック（2022 年 4 月 15 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～勝負は 6 月会合に～

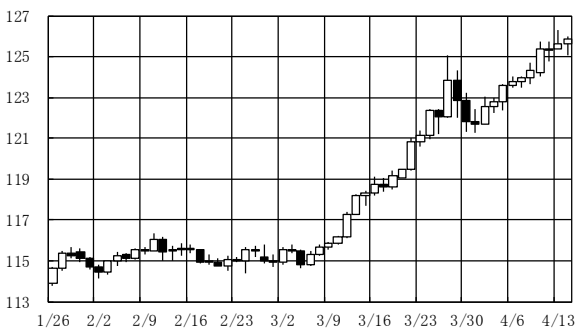
1．為替相場の動向（関連レポート：「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」）

- 今週のドル/円相場は週半ばに126円を突破、約20年ぶりの高値を記録した。週初11日、124.40円付近でオープンしたドル/円は前週末からの米長期金利上昇によるドル買いが継続。日銀の金融緩和方針の継続と円安容認姿勢が意識されて125円台後半まで急上昇した。12日、ドル/円は鈴木財務相の円安牽制発言を受け125円台前半まで下落も、米長期金利が堅調推移する中、欧州時間に前日の高値付近まで上昇。米国時間では米3月CPIが約40年ぶりの高水準を記録するもコア指数は予想を下回り、発表直後に124円台後半まで急落した。売り一巡後は125円台前半まで回復した。13日、ドル/円は125円台半ば付近で小動きも、黒田日銀総裁による金融緩和政策の継続姿勢を改めて強調した発言を背景に急伸し、約20年ぶりの高値となる126.32円をつけた。その後は米長期金利低下や利益確定の売りが優勢となって、再び125円台半ばまで下落。14日、ドル/円は米金利低下やイースター休暇を控えポジション調整の動きが散見され、125円台で上値重く推移も、その後は米4月ミシガン大学消費者マインドをはじめ複数の米経済指標の良好な結果を受けて再度126円台に乗せた。本日のドル/円は今週の高値付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に急落、約2年ぶりの安値を付けた。週初11日、ユーロ/ドルは週末の仏大統領選でマクロン大統領が首位を維持したことが好感されアジア時間早朝に週高値の1.0955まで上昇した。欧州時間は米長期金利上昇に伴うドル買いに押され1.08台後半でオープンしその後も軟調地合いとなった。12日、ユーロ/ドルはユーロ圏4月ZEW景気期待指数の冴えない結果や欧州株の軟調推移に1.08台前半まで値を下げた。その後は米3月CPIの結果に瞬間的にドル売りが加速し1.09台を回復も、追加材料に欠け再び1.08台前半まで下落した。13日、前日の水準を方向感なく推移したが、その後は米金利低下を背景にドル売りが強まり、1.08台後半まで反発した。14日、ユーロ/ドルは一時1.09台を回復も、ECB政策理事会のハト派的な結果にユーロ売りが強まり、約2年ぶりの安値1.0758をつけ、その後は休暇入り前のポジション調整に1.08台前半まで上昇。本日のユーロ/ドルは1.08付近での取引となっている。

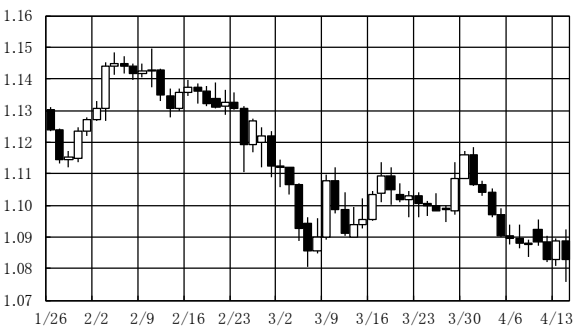
今週のおもな金融市場動向（出所：ブルームバーグ、みずほ銀行）

		前週末	今週			
		4/8(Fri)	4/11(Mon)	4/12(Tue)	4/13(Wed)	4/14(Thu)
ドル/円	東京9:00	124.10	124.39	125.48	125.43	125.35
	High	124.67	125.77	125.76	126.32	126.02
	Low	123.66	123.97	124.76	125.35	125.10
	NY 17:00	124.28	125.38	125.40	125.66	125.89
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0865	1.0885	1.0877	1.0826	1.0898
	High	1.0892	1.0995	1.0904	1.0893	1.0923
	Low	1.0837	1.0873	1.0821	1.0809	1.0758
	NY 17:00	1.0875	1.0884	1.0826	1.0893	1.0829
ユーロ/円	東京9:00	134.82	135.40	136.49	135.76	136.52
	High	135.43	137.13	136.63	136.81	136.88
	Low	134.38	135.40	135.56	135.72	135.55
	NY 17:00	135.16	136.49	135.71	136.78	136.38
日経平均株価		26,985.80	26,821.52	26,334.98	26,843.49	27,172.00
TOPIX		1,896.79	1,889.64	1,863.63	1,890.06	1,908.05
NYダウ工業株30種平均		34,721.12	34,308.08	34,220.36	34,564.59	34,451.23
NASDAQ		13,711.00	13,411.96	13,371.57	13,643.59	13,351.08
日本10年債		0.23%	0.24%	0.24%	0.24%	0.23%
米国10年債		2.70%	2.78%	2.73%	2.70%	2.83%
原油価格(WTI)		98.26	94.29	100.60	104.25	106.95
金(NY)		1,945.60	1,948.20	1,976.10	1,984.70	1,974.90

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、20 日(木)にベージュブック(地区連銀経済報告)が公表される。前回 3 月発表分の総括では景気は経済の伸びは調査期間の 1 月半ばから 2 月中旬にかけて緩やかに拡大したとされた。供給制約や労働力不足に加えて、オミクロン株拡大が影響し成長ペースが大きくは加速しなかったことが示唆された。この他、行動制限措置に伴う対面サービス業の伸び悩み、冬季の厳しい気候の影響で建設業の生産性低下も指摘された。片や、物価動向については、上昇ペースが非常に強く、今後数か月にかけも更に上昇圧力が強まるとされた。原材料不足や供給制約の影響で生産者物価も高止まりする状況となっており、企業が消費者物価へ転嫁している動きも確認された。雇用については地区によって強弱まちまちとなっているが、多くの地域で労働力不足によって最低賃金水準が上昇していることが報告された。この様なベージュブックの内容と整合的に 3 月の FOMC ではインフレに対応する格好で 25bps の利上げを実施、その後も FRB 関係者からタカ派な情報発信が継続している。3 月公表分の内容はウクライナ危機の影響が限定的であったとみられ、今回の報告においてはその影響がより色濃く反映されるものと考えられる。今回のベージュブックについても 5 月 FOMC での金融政策の正常化加速を後押しする内容となる見込みが強そうである。

・ 欧州では 22 日(木)にユーロ圏 4 月 PMI(速報)が発表される。3 月総合 PMI は 54.9 と 2 月の 55.5 から減速となった。内訳を見ると、製造業が 56.5 でサービス業は 55.6 となった。製造業に関しては引き続き改善・悪化の境目となる 50 を上回るも数値としては昨年 1 月以来の低水準となった。ロシアによるウクライナ侵攻以降、供給網の混乱が見られたほか、需要自体も減退している点が報告された。サービス業に関しては 2 月の 55.5 からほぼ横ばいの推移となった。域内各国は 2 月以降の行動制限措置の緩和によって、製造業と比較してウクライナ危機の影響を抑えた格好となったが、先行き不安は徐々に強まっていることが報告されている。4 月に関しても製造業部門を中心に資源価格の高騰をはじめとする生産価格の上昇圧力の強まりが業況悪化に繋がりかねない状況となっており、ブルームバーグの予想では 4 月の結果に関し、製造業、サービス業をそれぞれ 54.8、55.0 としている。

	本　　邦	海　　外
4 月 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
18 日(月)	――――――――――――――	・IMF 世銀年次総会(24 日まで)
19 日(火)	・2 月鉱工業生産（確報） ・2 月設備稼働率	・米 3 月住宅着工件数 ・米 3 月中古住宅販売件数
20 日(水)	・3 月貿易収支	・ユーロ圏 2 月鉱工業生産 ・ユーロ圏 2 月貿易収支 ・米ベージュブック公表
21 日(木)	・3 月工作機械受注（確報）	・ユーロ圏 3 月消費者物価指数（確報） ・ユーロ圏 4 月消費者信頼感指数（速報） ・米 4 月フィラデルフィア連銀景況指数
22 日(金)	・4 月製造業/サービス業 PMI(速報)	・ユーロ圏 4 月製造業/サービス業 PMI(速報) ・ユーロ圏 2 月経常収支

【当面の主要行事日程(2022 年 4 月～)】

フランス大統領選決選投票（4 月 24 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）
ECB 政策理事会（6 月 9 日、7 月 21 日、9 月 8 日）

3. ECB 政策理事会を終えて～勝負は 6 月会合に～

2 年ぶりのユーロ安値も ECB の姿勢は従前通り

4 月の ECB 政策理事会は 3 月に修正を決定したばかりの道程に倣って正常化プロセスを進めることを再確認した。7～9 月期中とされる拡大資産購入プログラム（APP）の終了時期に関しては、声明文中において「7～9 月期に終える見通しが強まった」と言及されており、ラガルド ECB 総裁も「a much stronger affirmation of our assessment of the data」を確認したと述べているため、APP 終了に向かって確実に歩を進めていると言えるが、具体的な時期に関する言及はやはり避けられている。あくまで「4 月 400 億ユーロ→5 月 300 億ユーロ→6 月 200 億ユーロ」と段階的な縮小（テーパリング）を経た後、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 2 つの道筋が残されている。

こうした穏当な政策姿勢は年内 2 回、2023 年末までに 8 回を見込む市場の利上げ期待に比べれば相当にハト派的であり、ユーロ相場は対ドルで 2 年ぶりの安値まで売られている。総じて ECB の主張は従前より変わっていないため、どちらかと言えば市場の行き過ぎた期待が正しい方向に修正されたというのが正確だろう。会見では FRB との格差を指摘し、思う所は無いのかと問い詰める記者も現れたが、米国とユーロ圏の経済情勢は全く異なっており、比較すること自体がリンゴとオレンジを比較するようなものだ（comparing apples and oranges）と一蹴している。

APP 終了時期の明確化は 6 月会合に

今会合における最大の注目点は APP 終了時期の具体化であり、当然、会見の質問もこの点に集中した。1 人目の記者が「a more definite end date for the APP」を質したことが象徴的である。これに対し、ラガルド総裁は前回会合からまだ 5 週間しか経っておらず、今会合がスタッフ見通しを伴わない暫定的な（interim）会合であることを理由に挙げ、より具体的である（more specific）であることを避けた旨が言及されている。裏を返せば、スタッフ見通しが改定される次回 6 月会合に関しては「APP 終了時期の具体的な時期に関し決断する」と述べており、6 月スタッフ見通しにおけるインフレ率の仕上がり次第で APP 終了時期とこれに付随する利上げ時期が概ね見えてくることになりそうである。

会見中、ラガルド総裁は journey（旅）という言葉を多用している。「We are on a journey」、「we started the monetary policy normalisation journey back in December」、「the journey has begun」などと連呼しており、あくまで漸次的に正常化プロセスを進めたい胸中が見て取れる。実際、昨年 12 月に始まった正常化プロセスを 2 月に再確認し、3 月に APP 終了時期を提示し、4 月にこれを確認し、6 月は APP 終了時期をさらに具体化しようとしており、徐々にしかし確実に出口に歩みを進めている。急なアクセルを踏む FRB の正常化プロセスとは対照的だが、19 か国を抱えている以上、致し方ない面もあるだろう。

利上げ時期も 6 月明らかになる

APP 終了時期が見えない以上、これに付随して予定される利上げ時期も新たな情報がない。あくまで最初の利上げは APP が終わって「しばらくしてから（some time after）」とされ、これが示唆する時期は全く分からない。ラガルド総裁は「anywhere between a week to several months」と述べるにとどまっており、何のヒントにもならない。ラガルド総裁自身が「しばらくしてから（some time after）」との表現は「政策決定に関する選択性、漸進主義および柔軟性を確保するためのもの（serve our

determination to have both optionality, gradualism and flexibility)」と述べており、要するに「はっきりさせたくない」のが最大の目的である。もっとも、6月スタッフ見通しでAPP終了の決定に漕ぎ着けることができれば、利上げに関する道筋も自ずと見えてくるとラガルド総裁は述べており、6月はユーロ相場および域内債市場は大きな変動が予想される非常に重要な会合となるだろう。

賃金は大丈夫か？

本欄では今のところ穏当にとどまっている域内の賃金情勢が非線形に騰勢を強めるリスクに注目しているが、この点に関しても「賃金上昇を伴う制御不能なインフレ（a wage price spiral with inflation getting out of control)」の可能性を質す記者が現れている。要するに、ECBが伝統的に注視する二次的波及効果（second-round effect）の懸念を問うものだが、この点に関してラガルド総裁は穏当な賃金情勢はあくまで遅行系列であり、妥結賃金の引き上げなどを通じて今後高まってくる可能性があることを認めている。もっとも、景気の不透明感を踏まえ労使が協調して穏当な賃金協約に至っている国もあれば、労働需要の高まりが賃金上昇を加速させている国もあり、ECBとしては注視すると言いつつ、域内全体の数字を見ていると手遅れになる国も出てくるのではないかという懸念も抱かれる。

ちなみに、ある記者からは「予測モデルにどれほどの信頼置き、どれほど正確に戦時下の経済状況を把握できていると思うのか」とやや皮肉交じりの質問も見られた。ラガルド総裁はモデル分析について逐次可能な限り改善しているものの、完璧ではなく失敗もあることを認めた上で、「モデルを見るのだけではなく窓の外も見て、何が起きているのか、その影響として何が考えられそうかを認識しなければならない」と述べている。そうした認識の結果、政策運営の何がどうなるのかはよくわからなかったが（ラガルド総裁は表現こそ上手いが何も言っていないことも多い)、会見を通じてECBの見通しは楽観的過ぎるのではないのかという不満は感じられ、それはラガルド総裁にも今回伝わったのではないかと察する。

「柔軟性」が強調された意味

なお、今回、ECBは声明文の最終行に付ける定型文を若干修正している。これまでは「We stand ready to adjust all of our instruments to ensure that inflation stabilises at our two per cent target over the medium term」とし、中期的な物価安定のためにはあらゆる手段を講じる用意があることを強調してきた。この文章はほぼ温存されているが、「We stand ready to adjust all of our instruments within our mandate, incorporating flexibility if warranted, to ensure that inflation stabilises at our two per cent target over the medium term」と「必要ならば柔軟性も取り入れる」の一文が挿入されている。

これはユーロ圏金融システムにおいてしばしば問題になるfragmentation（分断）の防止を企図しているとラガルド総裁は述べている。fragmentation 問題は実体経済が脆弱な国と頑健な国が混在するユーロ圏で金融政策の効果が均等に行き渡らないケースが頻発することを指す。例えば欧州債務危機時では南欧諸国の与信状況だけが厳しい状況に陥る中、ECBの政策運営をどのように設定するかが問題になった。現状、パンデミックからの立ち上がりにおいて各国間の差が生じやすくなっており、既に新規購入が停止されているパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資や新しい枠組みの導入などによって、これに対応するというのがECBの胸中と見受けられる。金融政策の正常化それ自体とは別次元の対応として、必要に応じて導入を検討する姿勢が示されており、ECBウォッチの面からは地味ながら重要な論点になりそうである。

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に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4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版（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～）
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～「三歩進んで二歩下がる」～
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	経常赤字は新常態なのか？～「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～ドイツの自傷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～