

みずほマーケット・トピック(2022年6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: ECB 政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～

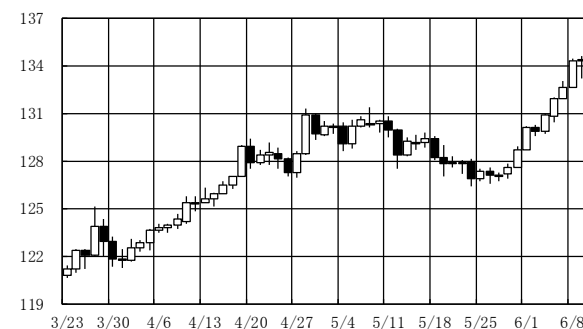
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は急上昇、約20年ぶりの高値圏となった。週初6日、130.75円付近でオープンしたドル/円は週安値の130.43円をつけた後も、しばらくはその水準での小動きが継続。海外時間では主要な米経済指標の発表がない中、黒田日銀総裁による金融緩和スタンスを強調した発言や米長期金利上昇を背景にドル買いが加速し132円台を突破、約20年ぶりの高値圏まで急伸した。7日、ドル/円は前日のドル買いの流れが継続。更に豪中銀の予想を上回る+50bpの利上げに豪ドル/円が急伸するとドル/円も連れ高となり133円ちょうどを付けた。買い一巡後は、米長期金利低下とともにドル/円も132円台半ばまで下落した。8日、ドル/円は日本と先進各国の金融政策方針の違いを背景に円売りドル買い地合いが継続、134円台半ばまで続伸し前日の高値圏を切り上げた。その後小反落も下値は堅く、134円台前半で堅調に推移した。9日、ドル/円は一時134.56円まで上値を伸ばし約20年ぶりの高値を更新も、ポジション調整や輸出企業の実需のドル売りが散見され133円台前半まで急落。その後は米長期金利上昇にサポートされ134円台半ばまで反発。本日のドル/円は134円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は値幅を伴いながらも方向感のない展開。週初6日、1.0730付近でオープンしたユーロ/ドルはユーロ圏が休日の中、ポジション調整によるドル売りにサポートされ1.07台半ばまで上昇も、その後は米長期金利上昇に伴うドル買いに1.06台後半まで値を落とした。7日、ユーロ/ドルは独4月製造業受注の冴えない結果に1.06台半ばまで下落。その後は米金利低下に伴うドル売りに支援され、1.07台前半まで反発した。8日、ユーロ/ドルは独4月鉱工業生産の市場予想を下回る結果や米金利上昇を背景に1.06台後半まで値を下げるも、ユーロ圏1～3月期GDPの上方修正を受け1.07台半ばまで値を伸ばした。9日、1.07台前半での小動きだったユーロ/ドルは、ECB政策理事会で資産購入プログラムの7月での終了決定や次回理事会での利上げ方針発表から一時週高値の1.0774まで急伸、その後は米金利上昇を受け週安値の1.0612まで急落と値動きの荒い展開となった。本日のユーロ/ドルも1.06台前半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			
		6/3(Fri)	6/6(Mon)	6/7(Tue)	6/8(Wed)	6/9(Thu)
ドル/円	東京9:00	129.96	130.73	132.18	132.80	134.43
	High	130.92	132.01	133.00	134.48	134.56
	Low	129.69	130.43	131.86	132.61	133.19
	NY 17:00	130.82	131.90	132.65	134.30	134.37
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0750	1.0728	1.0691	1.0698	1.0718
	High	1.0765	1.0752	1.0713	1.0748	1.0774
	Low	1.0704	1.0684	1.0653	1.0672	1.0612
	NY 17:00	1.0721	1.0696	1.0705	1.0717	1.0618
ユーロ/円	東京9:00	139.75	140.18	141.26	142.06	144.16
	High	140.28	141.12	142.03	144.25	144.16
	Low	139.55	139.85	141.13	142.00	142.36
	NY 17:00	140.18	141.06	142.01	143.89	142.73
日経平均株価		27,761.57	27,915.89	27,943.95	28,234.29	28,246.53
TOPIX		1,933.14	1,939.11	1,947.03	1,969.98	1,969.05
NYダウ工業株30種平均		32,899.70	32,915.78	33,180.14	32,910.90	32,272.79
NASDAQ		12,012.73	12,061.37	12,175.23	12,086.27	11,754.23
日本10年債		0.23%	0.24%	0.24%	0.24%	0.25%
米国10年債		2.94%	3.04%	2.98%	3.03%	3.04%
原油価格(WTI)		118.87	118.50	119.41	122.11	121.51
金(NY)		1,850.20	1,843.70	1,852.10	1,856.50	1,852.80

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、14日(火)～15日(水)にFOMCが開催される。5月FOMCでは3月に続き利上げを決定した。利上げ幅は22年ぶりの50bpsとなり、2か月足らずの間に75bpsが引き上げられた。これでFF金利の誘導目標は0.25～0.50%から0.75～1.00%となった。同時に保有資産を圧縮する量的引き締め(QT)も6月開始が決定され、インフレ対応のためのタカ派傾斜は確実に進んだ。またその後公表された議事要旨では、大半の参加者が6月と7月の会合で50bpsの利上げが適切と判断しており、市場もそのペースでの利上げを織り込んでいる状況となっている。片や、7月以降の政策指針についてはFRB関係者の間で意見集約が出来ていない印象があり、その要因はFRBの急速な利上げが需要や株価にまで波及する可能性を考慮していることであろう。とは言え、ブレイナードFRB副議長はインフレの高進が最も差し迫った課題あるとの認識を改めて示しており、インフレ抑制の目処が立たなければFRBは引き締めを継続するというのが大方の予想である。今回会合は前回会合の議事要旨に沿った内容となりそうであるが、ここまでの金融引き締めの成果に対する言及やFRBのタカ派一辺倒の姿勢に変化が出るかについては今回会合以降も市場参加者の関心が強いところとなるだろう。
- 本邦では16日(木)～17日(金)に日銀金融政策決定会合が開催予定。前回4月会合では大規模緩和の継続をはじめ、指し値オペ(公開市場操作)を原則として毎営業日実施することを決定した。黒田日銀総裁も円安は日本経済全体にとってプラスであるとの見解を示しており、その後公表された「主な意見」では為替レートのコントロールを目標にした政策変更は適当でないとの意見も見られた。日銀が金融緩和を維持する背景には、コロナ禍において低成長が続く中、政府が自ら成長を放棄するような各種政策がほぼ無批判に採用し、実行している点も大きいだろう。前回会合時に公表された経済・物価情勢の展望(展望リポート)では22年度の物価上昇率見通しを従来の1.1%から1.9%に引き上げたものの、ロシアのウクライナ侵攻に伴う資源高が主因で一時的であるとしている。世界的にインフレが懸念される中、日本は日銀が目標に掲げる2%の水準を23年以降も越えられない見通しである。日銀が現行の円水準を是正する方針がない状況においては、ファンダメンタルズの改善が無い限り金融緩和を解除する動機も高まらないだろう。

	本 邦	海 外
6月10日(金)	・5月国内企業物価指数	・米5月消費者物価指数 ・米5月財政収支 ・米6月ミシガン大学消費者マインド(速報)
13日(月)	—————	—————
14日(火)	・4月設備稼働率(確報)	・ユーロ圏6月ZEW景気期待指数 ・米FOMC(15日まで) ・米5月PPI
15日(水)	・4月コア機械受注 ・4月第3次産業活動指数	・ユーロ圏4月鉱工業生産 ・ユーロ圏4月貿易収支 ・パウエルFRB議長会見 ・米5月小売売上高 ・米5月輸出/輸入物価指数
16日(木)	・5月貿易収支 ・日銀金融政策決定会合(17日まで)	・英BOE金融政策会合 ・米5月住宅着工件数
17日(金)	・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏5月消費者物価指数(確報) ・米5月設備稼働率

【当面の主要行事日程(2022年6月～)】

ECB 政策理事会(6月9日、7月21日、9月8日)

FOMC(6月14～15日、7月26～27日、9月20日～21日)

日銀金融政策決定会合(6月16～17日、7月20～21日、9月21～22日)

3. ECB 政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～

ブログ追認の政策決定

注目された ECB 政策理事会は予想通り、5 月 23 日に物議を醸したラガルドブログを追認する内容であった。厳密には会見前に公表された声明文で 7 月の利上げ幅（25bp）まで決め打ちされていること、9 月に 50bp に引き上げられる可能性が示唆されていること、10 月以降の利上げも示唆されていることも踏まえれば、ブログ以上の情報が含まれていたとも言える。APP 終了は 7 月 1 日と明記され、「7～9 月期中に終了」という従前のガイダンスに矛盾しないものの、かなり駆け込みで帳尻を合わせた感は否めない。いずれにせよ公式に「量」の正常化を宣言したことで、「金利」の正常化に歩みを進めることができる。7 月 21 日の政策理事会では預金ファシリティ金利（▲0.50%）、主要リファイナンスオペ金利（0.00%）、限界ファシリティ金利（+0.25%）がそれぞれ+25bp ずつ引き上げられることになる。

もっとも、利上げの幅も日程も 6 週間前から既定されているのであれば「何故今日決めないのか」という素朴な疑問は当然抱かれる。結局、「APP 終了後に利上げ」および「7～9 月期中に APP 終了」という 2 つのコミットメントを遵守しつつ、喫緊のインフレ懸念に対応するためにかなり無理なコミュニケーションに走らざるを得なくなったというのが台所事情だろう。今思えば、PEPP 終了のタイミングで APP 終了も示唆しておくべきであったが、あの時点で月額を倍増させることで軟着陸を図るという算段が間違っていたことになる。中銀がフォワードルッキングになるのはいつも難しい。

正常化へのアクセルを踏み始めた背景は想定外の物価上昇に尽きる。これは会見前に公表された声明文冒頭に明記されている。冒頭から「In May inflation again rose significantly」と 5 月のユーロ圏消費者物価指数（HICP）が跳ねたことに言及がある。主因はエネルギーと食料としながらも、物価上昇圧力が拡大かつ増大（broadened and intensified）していると指摘されており、従前のような「商品価格主導で一過性」という基本認識が修正されていることが窺える。後述するように、予測期間全般にわたってスタッフ見通しの HICP が押し上げられており、政策理事会の行動を要請する格好になっている。

利上げ軌道も宣言、「3 か月ごと」か？

また、上述した通り、政策金利の軌道に関しても具体的な言及が見られた。まず「ガイダンスで示された時間的順序に沿って、7 月政策理事会で 25bp の利上げを行うこと（Accordingly, and in line with the Governing Council's policy sequencing, the Governing Council intends to raise the key ECB interest rates by 25 basis points at its July monetary policy meeting）」が明記されている。わざわざ「ガイダンスに沿って」と強調するあたりに約束を履行したとの意思表示が見出せる。また、9 月政策理事会でも追加利上げを実施することが宣言されており、しかも「この利上げの調整は改定される中期物価見通しに依存する（The calibration of this rate increase will depend on the updated medium-term inflation outlook）」とある。つまり、9 月スタッフ見通し次第では利上げ幅が修正される可能性を示唆しており、この点は「仮に物価見通しが不変もしくは悪化した場合、より大きな利上げ幅が 9 月、適切になる（If the medium-term inflation outlook persists or deteriorates, a larger increment will be appropriate at the September meeting）」と明記されている。ここまで書いたことで金融市場は 50bp に構えるだろう。

さらに 9 月以降も「漸次的且つ持続的なパス（a gradual but sustained path）」を伴って利上げすることが宣言されている。7 月に+25bp、9 月に+50bp は既定路線として「漸次的且つ持続的なパス（a gradual but sustained path）」はやはりスタッフ見通しのタイミングを示唆するのだろうか。1 度+50bp にあげ

てしまえば+25bpに戻すことは困難とすれば、「3か月ごとに+50bp」がベースだろうか。

実際、ECBはこれまでの3つの行動原則（optionality, gradualism and flexibility）に「データ重視（data-dependence）」も加えている。真っ当に考えれば、これはスタッフ見通しの重要性が増したように見え、「四半期ごとの利上げを期待するということの良いか」と質す記者は現れている。この点、ラガルド総裁は「見通し改定のタイミングに拘るわけではない（we are not going to put ourselves in a straitjacket of only taking decisions when we have projections）」と返している。しかし、+50bpへの利上げ幅拡大の条件がスタッフ見通しの「不変もしくは悪化」とされている以上、どうしてもスタッフ見通しの時期（3・6・9・12月）が意識されるのは避けられないだろう。

バランスシート規模については今後議論

なお、これほどまでにタカ派へ傾斜した以上、次の焦点は否応なしにバランスシート規模に（BS）移る。過去の本欄でも論じたように、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）で購入した資産は「最低でも2024年末まで」再投資が継続されることになっている。しかし、それを決定した背景にはネット資産購入がもたらすフロー効果よりもBS規模を維持するストック効果の方に重きを置くという思想があった。足許でECBが抱えているインフレ警戒感を踏まえれば、これはどう考えても放置するのは危険な政策のはずだが、今回は従来の方針が維持された。この点が果たして適切なのかを問う記者は当然現れている。これに対し、ラガルド総裁は「本日、議論をしないことを決めたが、今後政策理事会で議論する（It is a matter that we will be discussing within the Governing Council, which we have decided not to debate today）」と述べている。単純に今回の決定事項が非常に多岐にわたっていたため、先送りになったという位置づけと見受けられる。今後、市場に大きな影響を与える可能性のある論点であろう。

ECBはFRBやBOEになれるか？

問題はこうしたタカ派路線が常態になるかどうかだ。FRBやイングランド銀行（BOE）は何を脇に置いてもインフレ抑止を至上命題と設定しており、少なくとも年内の金融政策に関し予測可能性は高い。しかし、南欧を中心として脆弱な周辺国を抱えるユーロ圏経済を率いる

ECBのスタッフ見通し(2022年6月) (%)

	2022	2023	2024
消費者物価上昇率(HICP)	6.8	3.5	2.1
(前回:2022年3月)	5.1	2.1	1.9
実質GDP	2.8	2.1	2.1
(前回:2022年3月)	3.7	2.8	1.6

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2022年が1.07。2023-24年が1.05。

ECBがFRBやBOEと同じ温度感を保てるかどうかは議論が未だ分かれる（実際、再投資政策について議論が進められなかった背景には資金調達環境の引き締まりを懸念するメンバーの存在も示唆されている。とはいえ、3か月ごとに改定されるスタッフ見通しの「不変もしくは悪化」が利上げ幅にリンクさせられた以上、見通しが変わらない限りにおいて、ECBもタカ派路線を堅持する覚悟だろう。ECBは賃金上昇を伴うスパイラル的なインフレリスク（the risk of spiraling）を全く心配していないとは言っているが、HICPの上昇圧力が広範に及んでいる以上、いつまでもその見通しを言い続けても危うさが増すだけであろう。今回のスタッフ見通しを改めて確認すれば分かるように、HICPは今後1年で顕著に減速する前提ではあるが、2023年は+3.5%、2024年は+2.1%と見通せる将来において2%を超える時間帯が続

くことになっている。この点、公表文にも「This means that headline inflation at the end of the projection horizon is projected to be slightly above the Governing Council's target」と注記されている。こうした見通しを抱えながら近い将来、ハト派に転じるのはもはや理屈が立たない。FRBやBOE同様、はっきりとHICPや雇用・賃金動向が小康状態に入ってこない限り、引き締めを続けるのだろう。よって、見るべきはファンダメンタルズであり、この点でウォッチはしやすい環境になったようにも思える。

もちろん、元々内需が旺盛な英米に比較してユーロ圏はそこまで足腰が強いとは言えず、引き締め路線への転換がオーバーキルに至る可能性は高い。しかし、域内全体がテクニカル・リセッション（2四半期連続のマイナス成長）に陥るような事態にならない限り、タカ派姿勢の修正を検討することは考えにくいというのが現在の筆者の基本認識である。それほど覚悟がなければ、ブログでの政策変更を宣言するには至らないように思える。なお、今回、ブログでの情報発信について特に批判的な指摘が見られなかったこと自体は意外感を覚えた。それだけ当地の記者の中においても「この状況なら仕方がない」という雰囲気があるのだろうか。いずれにせよユーロ圏の物価情勢は風雲急を告げている印象がある。

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6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
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～レイン理事に同調～
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～株値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～いつまで株値を無視できるか～
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」～)