みずほマーケット・トピック（2022 年 7 月 1 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：2 年 9 か月ぶりの APP 停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～

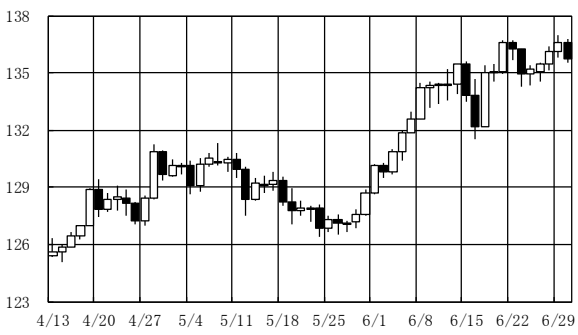
1. 為替相場の動向（関連レポート：「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」）

- 今週のドル/円相場は週後半にかけて上昇し、137円台を記録した。週初27日、135.05円でオープンしたドル/円は株式市場や原油先物価格が軟調推移する中、一時週安値の134.53円まで下落も、海外時間では米長期金利上昇や米5月耐久財受注の良好な結果を受け135円台半ばまで反発。28日、ドル/円は新規材料に欠ける中、135円台前半での小動き。海外時間では米株式市場の堅調推移や米長期金利上昇を背景に136円を突破。その後ウィリアムズNY連銀総裁のタカ派的な発言に136円台前半まで上伸した。29日、ドル/円は欧州時間にかけて値を下げるも、米国時間ではパウエルFRB議長やメスタークリーブランド連銀総裁のインフレ抑制を意識したタカ派的な発言に再びドル買いが強まり、一時週高値の137円ちょうどまで急伸した。30日、ドル/円は136円台半ば付近での狭いレンジでの値動きとなったが、海外時間に入ると米5月PECデフレーターの市場予想を下回る結果やそれに伴う米金利低下を受けたドル売りに135円台半ばまで急落した。本日のドル/円は135円台後半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した。週初27日、1.0570付近でオープンしたユーロ/ドルは一時下げ幅を拡げるも、欧州株の堅調推移や欧州債の利回り上昇にユーロ買いが優勢となり、週高値の1.0615まで上昇。その後は米金利上昇に伴うドル買いに再び1.05台後半まで値を落とした。28日、1.05台後半で揉み合いだったユーロ/ドルは前日の高値付近まで上値を伸ばすも、その後は米長期金利上昇や独6月GFK消費者信頼感の冴えない結果を受け、1.05ちょうど付近まで下落した。29日、ユーロ/ドルは1.05台前半で小動きも、海外時間では独6月CPIの冴えない結果や欧州債利回りの急低下が重しとなり、1.04台前半まで急落した。30日、ユーロ/ドルは欧州株の軟調推移や独6月失業率の不冴えな結果を受け、一時週安値の1.0381まで続落した。売り一巡後は米経済指標の市場予想を下回る結果や米金利低下に伴って1.04台後半まで反発した。本日のユーロ/ドルも1.04台後半での取引が継続している。

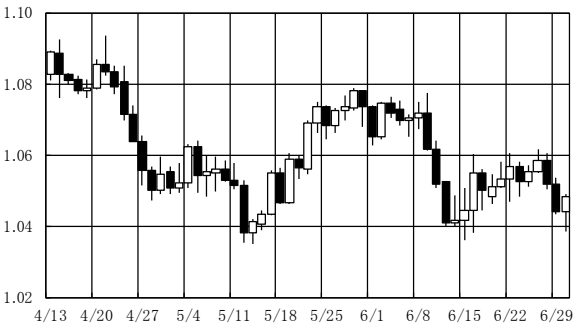
今週のおもな金融市場動向（出所：ブルームバーグ、みずほ銀行）

		前週末	今週			
		6/24(Fri)	6/27(Mon)	6/28(Tue)	6/29(Wed)	6/30(Thu)
ドル/円	東京9:00	134.81	135.05	135.45	136.05	136.62
	High	135.40	135.55	136.38	137.00	136.80
	Low	134.36	134.53	135.12	135.78	135.56
	NY 17:00	135.21	135.48	136.15	136.60	135.77
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0520	1.0568	1.0580	1.0522	1.0446
	High	1.0571	1.0615	1.0606	1.0535	1.0489
	Low	1.0513	1.0550	1.0503	1.0435	1.0381
	NY 17:00	1.0558	1.0583	1.0521	1.0443	1.0483
ユーロ/円	東京9:00	141.83	142.71	143.37	143.20	142.75
	High	142.75	143.47	144.30	143.86	142.85
	Low	141.41	142.06	142.88	142.50	141.37
	NY 17:00	142.67	143.33	143.33	142.66	142.30
日経平均株価		26,491.97	26,871.27	27,049.47	26,804.60	26,393.04
TOPIX		1,866.72	1,887.42	1,907.38	1,893.57	1,870.82
NYダウ工業株30種平均		31,500.68	31,438.26	30,946.99	31,029.31	30,775.43
NASDAQ		11,607.62	11,524.55	11,181.54	11,177.89	11,028.74
日本10年債		0.22%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%
米国10年債		3.14%	3.20%	3.18%	3.09%	3.01%
原油価格(WTI)		107.62	109.57	111.76	109.78	105.76
金(NY)		1,830.30	1,824.80	1,821.20	1,817.50	1,807.27

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、6 日(水)に、FOMC 議事要旨(6 月会合分)の公表が予定されている。6 月 FOMC では前回の 50bps の利上げ幅を上回る 75bps の利上げを決定。FF 金利誘導目標は 1.50～1.75%となった。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)については 2022 年が 1.50%ポイント、2023 年は 1.125%ポイント、2024 年は 0.75%ポイントとまとまった幅で上方修正された。ドットチャートに則せば今年の 10～12 月期以降、米経済は中立金利を超える金利環境に置かれることとなる。インフレの高進が想定外に進んだことや米 6 月ミシガン大学消費者信頼感指数が過去最悪の結果となったことなどが材料視された格好だ。先週実施された議会証言においても、パウエル FRB 議長はインフレ退治が金融政策の最優先課題である点を強調しており、インフレ抑制に目処が立たなければ次回会合においても 75bps の利上げを継続することが想定される。もっとも、金融引き締めの加速に伴い、雇用環境の悪化や金利水準の上昇に伴って消費者心理が更に悪化するなど米経済のソフトランディングが困難になっているといった胸中もうかがえ、この点に関する FOMC メンバーの見解にも注目が集まりそうだ。

また、経済指標関連では、8 日(金)に 6 月雇用統計が発表される。前回 5 月の非農業部門雇用者数は+39.0 万人(前月比、以下同様)と市場予想(+32.0 万人)を上回る結果となった。民間部門雇用者数は+33.3 万人、政府部門雇用者数は+5.7 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+27.4 万人と 4 月の+33.6 万人からやや減速したが、米労働市場全体の逼迫もあって幅広い業種で改善が確認された。財部門は+5.9 万人とこちらも増勢を維持した。特に建設業での雇用増が目立った。失業率は 3.6%と4月から横ばいの推移となり、労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)についても、62.3%と 4 月から 0.1%ポイント改善した。また、長期失業者数(27 週以上の失業者人数)は前月から▲12.7 万人と減少に転じた一方、平均時給が+0.3%と引き続き上昇している。なお 6 月の結果について、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+25.0 万人と見込んでいる。失業率については、3.6%の予想となっている。

	本　　邦	海　　外
7 月 1 日(金)	・6 月東京 CPI ・日銀短観 (6 月調査) ・5 月失業率/有効求人倍率	・ユーロ圏 6 月製造業 PMI (確報) ・ユーロ圏 6 月消費者物価指数 (速報) ・米 6 月 ISM 製造業景気指数
4 日(月)	――――――――――――――	・ユーロ圏 6 月センティックス投資家信頼感指数 ・ユーロ圏 5 月 PPI
5 日(火)	・6 月サービス業 PMI (確報)	・米 5 月耐久財受注 (確報)
6 日(水)	――――――――――――――	・ユーロ 6 月サービス業 PMI (確報) ・ユーロ圏 5 月小売売上高 ・米 FOMC 議事要旨 (6 月会合分) ・米 6 月 ISM 非製造業景気指数
7 日(木)	・5 月景気動向指数 (速報)	・米 5 月貿易収支 ・米 6 月 ADP 雇用統計
8 日(金)	・5 月経常収支 ・6 月景気ウォッチャー調査	・米 6 月雇用統計 ・米 5 月棚卸在庫 (確報) ・米 5 月消費者信用残高

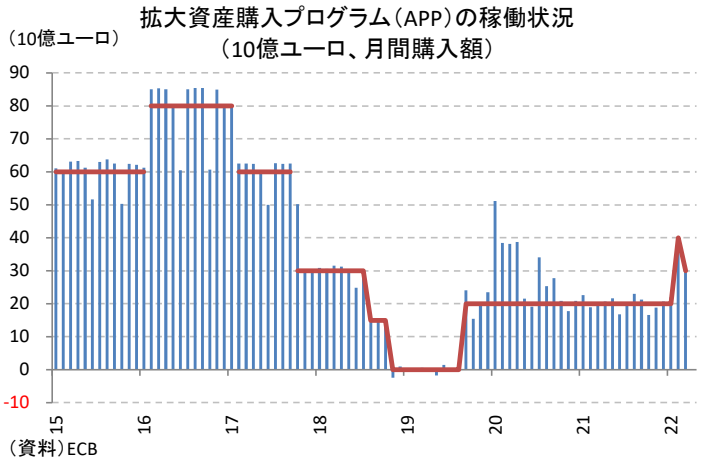
【当面の主要行事日程(2022 年 7 月～)】

参議院議員選挙　(7 月 10 日)
日銀金融政策決定会合 (7 月 20～21 日、9 月 21～22 日、10 月 27～28 日)
ECB 政策理事会 (7 月 21 日、9 月 8 日、10 月 27 日)
FOMC (7 月 26～27 日、9 月 20 日～21 日、11 月 1～2 日)

3. 2年9か月ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～

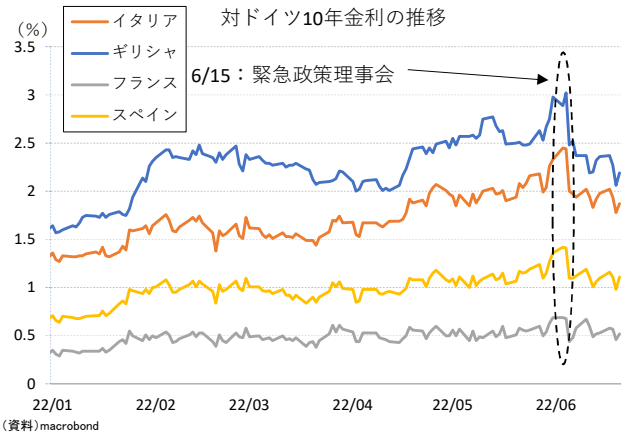
2019年秋以来のAPP停止、試される域内市場

本日から2022年も下半期に入る。金融市場では半年を振り返った米株式市場のパフォーマンスが歴史的に見ても悲惨なものであったことなどが取りざたされているが、ユーロ圏では本日をもって拡大資産購入プログラム（APP）の購入が停止され、ECBによる量的緩和政策が完全に終了する。2015年3月から稼働したAPPは正常化機運が高まる中、2018年12月に一度停止されたが、2019年11月から月間200億ユーロで再開され、一時的な増額（2022年4～6月期）を経て足許まで続けられてきた。図示される通り、7年前に枠組みができてからAPPが使われなかった期間はわずか1年にも満たない。過去7年間の域内債券市場は常にECBが介入してきたということでもあり、インフレ圧力が高まる今、脆弱国を中心として地力の試される局面に入ったとも考えられる。



「ドナー」と「レシピエント」という優劣表現も？

この点、周知の通りではあるが、APPが停止し、利上げが予告されている域内債券市場ではイタリアやギリシャなどの脆弱国において債券利回りの上昇が問題視されている。ECBは対独スプレッドのファンダメンタルズに沿わない上昇を「市場の分断化現象」と呼び、放置しない意向を示している。過去の本欄でも議論したように、この際の対応策としては①健全国の償還金を脆弱国の再投資に使用すること、②全く新しい脆弱国向けの購入プログラムを用意することが想定されている。②は現在検討中とされ、その詳細は今月21日の政策理事会まで待つ必要がある。片や、①に関しては昨日のロイターで興味深い報道があった。先週6月28日、ポルトガルのシントラにおいてECB年次総会（ECB版のジャクソンホール経済シンポジウム）が開催されていたが、その際の高官談話としてユーロ圏19か国を「ドナー」、「レシピエント」、「ニュートラル」の3グループに分割した上で、「ドナー」国の国債償還金を「レシピエント」の国債に再投資するという案が報じられている。この枠組みの趣旨は事前に言われていたものだが、ドイツ、フランス、オランダなどの健全国を「ドナー」と呼び、イタリアやギリシャなどの脆弱国を「レシピエント」と呼ぶのはかなり優劣を明示した表現であり、本当にそうなるのか疑義も残る。



ユーロ圏、2 部制の議論に近い

かつて欧州債務危機の際、「ユーロ圏はもうサッカーの J1 や J2 のように二部制にして別の通貨を使った方が良い」という冗談のような論調があったが、「ドナー」や「レシピエント」に切り分けて金融政策を行うのはその発想に近づいているように思う。これから ECB は域内全域に向けて利上げをするわけだが、その傍らで「レシピエント」には（「ドナー」のお金で）量的緩和が打ち込まれ続けるという意味で金融政策が二重構造になる。もちろん、ユーロ圏は 19 か国で 1 つの通貨圏であり、それをユーロシステムと呼ぶわけだから、「ドナー」が「レシピエント」を助けることで域内の経済・金融情勢が均されるなら躊躇されるべきではない。実際、ドイツやフランスの資金でギリシャやスペインを助けてきたのが欧州債務危機だった。しかし、それらはあくまで欧州委員会の主導する政治対応だったという違いもある。

金融政策でも加盟国別の政策対応が取られるとなると、直感的に「市場との対話」が混線する可能性もある。再投資資金を域内で回して使っているうちはバランスシートの規模は変わらないものの、それでも分断化が押さえられないとなった場合は新規購入も検討されるだろう。それはバランスシートの拡大を伴う。もちろん、大義としては「金融政策の波及経路を効果的に確保するため」なので緩和策ではないのだが、市場はそう受け止めてくれるだろうか。また、ECB が「レシピエント」の国債ばかりを新規購入することは欧州委員会の政治決定でイタリアやギリシャに資金供与する行為と本質的に変わりがない。それは独立性を与えられている中央銀行として適切な処置と言えるだろうか。7 月 21 日の政策理事会では再投資政策の柔軟化や新たな枠組みは検討されると思われるが、わざわざ名前を付けてグルーピングせずにそこはかつての証券市場プログラム（SMP）のようにファジーにやれば良いように思える。

明示的に金融政策の対象を分別してしまえば、それだけ色々な議論が生まれる。例えば金融政策を 2 本立てにすれば、理論的には必要な通貨制度も 2 本立てになる。「ドナー」や「レシピエント」のような明示的なレッテル貼りはより深い意味での域内分断化を助長するように感じられる。

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6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版（週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～））
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年5月分）
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～）
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（円安相場は終わりなのか？～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～