

みずほマーケット・トピック(2022年7月29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:米4~6月期GDPの読み方~リセッション判断は尚早~

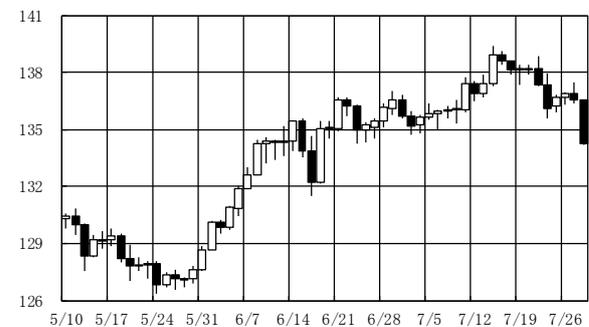
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に急落した。週初25日、136.35円でオープンしたドル/円は5・10日に伴う実需のドル買いから仲値にかけて上昇した後は日経平均株価の下落に135円台後半まで連れ安の展開。その後はロシアが欧州に対し天然ガスの供給を制限することを発表しユーロ売りが加速、ドル/円は136円台後半まで反発した。26日、ドル/円は翌日にFOMCを控え様子見ムードが広がる中、株式市場の軟調推移に値を下げる場面もあったが、その後は米金利上昇にサポートされ137円手前まで上昇。27日、ドル/円は137円ちょうどを挟んでの小動きも、海外時間では米6月耐久財受注の良好な結果に一時週高値の137.45円まで値を上げた。注目のFOMCでは市場予想通り+75bpの利上げを決定も、次回会合での大幅利上げは今後のデータ次第というパウエルFRB議長の発言に136円台前半まで急落した。28日、ドル/円は前日海外時間からのドル売りが続き、さらに米4~6月期GDPの冴えない結果や米金利低下を受け一時週安値の134.20円までで急落した。本日のドル/円も前日の安値圏での取引が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は乱高下、値幅を伴いつつも方向感なく推移。週初25日、1.02ちょうどでオープンしたユーロ/ドルは独7月IFO企業景況感指数の冴えない結果に1.01台後半まで下落も、ECB関係者のタカ派的な発言に週高値の1.0258まで上昇。ただ、その後にロシアの国営ガス企業がノルドストリーム1のガス供給を減少する方針を発表し、ユーロ/ドルは再び1.02台前半まで値を下げた。26日、ユーロ/ドルはイタリアの政局混迷やロシアの前日の決定を背景に欧州経済の先行き不安が高まりユーロ売りが加速、1.01ちょうど付近まで急落。27日、1.01台半ばで揉み合いだったユーロ/ドルは米金利上昇に伴うドル買いに一時週安値の1.0097まで下落。ただし、FOMC後のパウエルFRB議長の記者会見がハト派的とされドル売りが加速し、1.02台前半まで急反発した。28日、ユーロ/ドルは1.02ちょうどを挟んで推移したのち、ユーロ圏7月消費者信頼感指数の不冴えない結果に1.01台前半まで急落。その後は米金利低下に伴うドル売りもあって1.01台後半まで持ち直した。本日のユーロ/ドルは1.02手前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)

		今 週				
		7/22(Fri)	7/25(Mon)	7/26(Tue)	7/27(Wed)	7/28(Thu)
ドル/円	東京9:00	137.08	136.35	136.41	136.96	136.11
	High	137.95	136.78	136.96	137.45	136.57
	Low	135.58	135.89	136.27	136.35	134.20
	NY 17:00	136.08	136.65	136.95	136.61	134.23
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0221	1.0200	1.0224	1.0129	1.0206
	High	1.0255	1.0258	1.0250	1.0221	1.0234
	Low	1.0131	1.0179	1.0108	1.0097	1.0114
	NY 17:00	1.0214	1.0219	1.0117	1.0199	1.0196
ユーロ/円	東京9:00	140.08	139.10	139.41	138.70	138.91
	High	140.69	140.07	139.81	139.50	139.19
	Low	138.79	138.81	138.15	138.44	136.38
	NY 17:00	138.92	139.67	138.53	139.33	136.93
日経平均株価	27,914.66	27,699.25	27,655.21	27,715.75	27,815.48	
TOPIX	1,955.97	1,943.21	1,943.17	1,945.75	1,948.85	
NYダウ工業株30種平均	31,899.29	31,990.04	31,761.54	32,197.59	32,529.63	
NASDAQ	11,834.11	11,782.67	11,562.57	12,032.42	12,162.59	
日本10年債	0.22%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	
米国10年債	2.75%	2.81%	2.80%	2.78%	2.67%	
原油価格(WTI)	94.70	96.70	94.98	97.26	96.42	
金(NY)	1,727.40	1,719.10	1,717.70	1,719.10	1,750.30	

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、1日(月)に7月ISM製造業景気指数、3日(水)にISM非製造業景気指数が発表される。6月の結果はそれぞれ53.0、55.3となり、共に5月から低下した。製造業については新規受注指数と受注残指数が大きく低下し、特に新規受注指数は49.2と20年5月以来となる50を下回った。片や、物流面における制約はピーク時と比較して弱まりつつあるとの報告もあり、新規受注の停滞が供給面から需要面の要因にシフトしつつあることが示唆された。非製造業について、事業活動指数は良化しつつも、新規受注指数は悪化したなど強弱まちまちな内容となった。インフレ高進に伴うサービス価格の上昇により需要が鈍化した可能性も指摘されている。現に企業側の雇用環境は5月に続いて悪化しており、雇用指数は47.4と▲2.8ポイント悪化した。なお、ブルームバーグの予想では、7月の結果をそれぞれ52.1、53.9としている。経済指標関連ではこの他、5日(金)に7月雇用統計が公表予定となっている。
- 欧州では本日29日(金)に7月消費者物価指数(HICP、速報)の発表を控える。6月の結果は前年比+8.6%となり、前月に続いて過去最高を更新した。寄与度別では原油価格を筆頭にエネルギー価格の上昇に次いで食品、エネルギー、アルコール、たばこを除いたコア部分の上昇分も目立っている。7月のECB政策理事会にてECBは50bpsの利上げによってマイナス金利を終了することとなったのも、インフレ高進が止まる気配がないことが大きく影響したと見られる。

また、同日にはユーロ圏4~6月期GDP(速報)も公表予定となっており、インフレの加速に伴う景気への影響も必然的に注目度を高めている。前回1~3月期の結果は前年同期比+0.6%であったが、ブルームバーグの事前予想によれば今回の結果は同+0.2%と減速する見通しとなっている。通年についてもロシアのユーロ圏への天然ガス供給問題が浮上し、更なるインフレに陥ることも懸念される中で、欧州委員会やECBは段階的に予想を下方修正している。

	本 邦	海 外
7月29日(金)	<ul style="list-style-type: none"> ・6月失業率/有効求人倍率 ・6月小売売上高 ・6月鉱工業生産 ・日銀金融政策決定会合 主な意見(7月会合分) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏7月消費者物価指数(速報) ・ユーロ圏4~6月期GDP(速報) ・米6月コアPCEデフレーター ・米6月個人支出 ・米7月ミシガン大学消費者マインド(確報)
8月1日(月)	<ul style="list-style-type: none"> ・7月製造業PMI(確報) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏6月失業率 ・米7月ISM製造業景気指数
2日(火)	—————	—————
3日(水)	<ul style="list-style-type: none"> ・7月非製造業PMI(確報) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏7月製造業/非製造業PMI(確報) ・ユーロ圏6月小売売上高 ・米7月ISM非製造業景気指数 ・米6月耐久財受注(確報)
4日(木)	—————	<ul style="list-style-type: none"> ・米6月貿易収支
5日(金)	<ul style="list-style-type: none"> ・6月家計支出 ・6月景気動向指数(速報) 	<ul style="list-style-type: none"> ・米7月雇用統計

【当面の主要行事日程(2022年8月~)】

ECB政策理事会(9月8日、10月27日、12月15日)

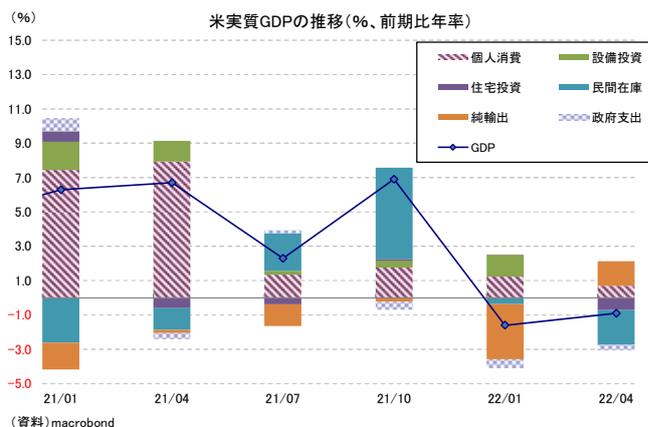
FOMC(9月20日~21日、11月1~2日、12月13~14日)

日銀金融政策決定会合(9月21~22日、10月27~28日、12月19~20日)

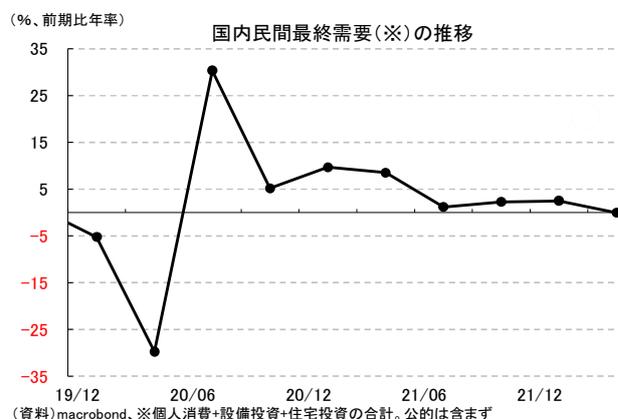
3. 米 4～6 月期 GDP の読み方～リセッション判断は尚早～

リセッションの表現にはまだ無理がある

昨日、米商務省から発表された 4～6 月期の実質 GDP は前期比年率▲0.9%と市場予想の中心（同+1.2%）を下回り、前期の同▲1.6%から 2 四半期連続でのマイナス成長となった。定義上（テクニカル上）では景気後退（リセッション）ということになるが、発表直後にイエレン米財務長官が述べるように、家計部門において雇用・賃金情勢の困窮が見られていない状況をリセッションと呼ぶかどうかは疑問がある。パウエル FRB 議長も雇用情勢の強さを理由にリセッションの可能性を否定的に論じていた。むしろ、家計部門を中心とする総需要の強さが物価上昇を招き、（供給制約も相まって）その抑制に FRB が手間取っているのが現状である。そのための利上げで消費・投資意欲が減退し、GDP の失速を招いている。こうした「不況下の物価高」は直感的にスタグフレーションと呼ばれるものだが、景気「後退」というほど米国経済が縮小しているのかは判断がつかない。今回、GDP を押し下げたのは在庫取り崩しであり、寄与度は▲2.0%ポイントに達している。また、前期のマイナスは純輸出のマイナス幅拡大（内需の強さも反映した輸入増）を反映した動きだった。2 四半期連続のマイナスという仕上がりだけでリセッションと断じるのは難しい。



実際、国内の民間最終需要（個人消費+設備投資+住宅投資、以下単に内需）は前期比年率で横ばいであり、前期の同+2.5%からの減速は鮮明だが、リセッションとまで表現するのは確かに無理がある。米国経済の縮小を企図してリセッションというフレーズを使うのであれば、まだ統計上の裏付けを欠く状態だろう。もちろん、図示するように、モメンタムとして内需が弱まっているのは間違いない。こうした動きがいつ、どれくらいの幅をもって消費者物価指数（CPI）や個人消費支出（PCE）デフレーターに効いてくるかが注目されるが、はっきりと成果が現れるのはやはり年明けだろう。当面確認できる景気減速や物価の落ち着きは利上げの効果というよりも自律的な動きであり、本当に効果が出るのはもっと先の話になるはずである。



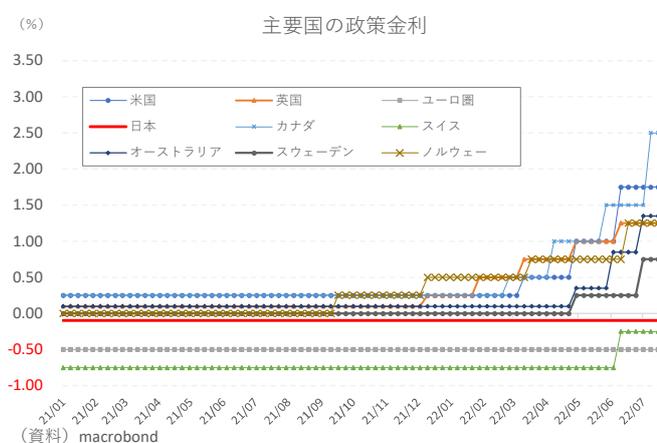
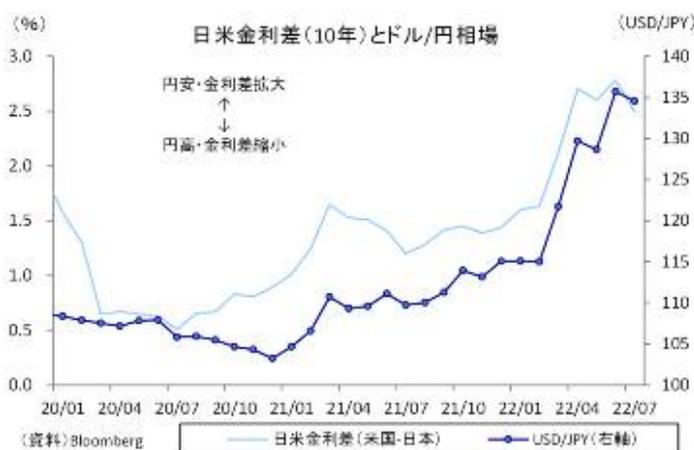
FRB のハト派傾斜と円キャリー取引の関係

こうした数字を受け市場は大きく動いている。過去 1 か月、米 10 年金利はピークの 3.5%付近から 2.7%付近まで急落している。確かに、日米金利差とドル/円相場の関係は今次円安局面では非常に安定しており、FRB の引き締めプロセス終了が見えてくれば円安局面が収束する可能性は高いように思える（次頁図）。だが、2022 年の春先以降、日米金利差が拡大する裏では日本の貿易赤字が半期で約▲7.9 兆円と

過去最大に積み上がっていた。日米金利差だけが円安のドライバーだったのかどうかは議論の余地がある。

もちろん、金利と需給、いずれか一方が円売りに効いたというわけではなく恐らく両方とも重要だったと思われるが、ここから米金利が低下するとしても、果たして「米金利低下でドル安なので円高になる」という展開に至るのだろうか。恐らく、FRBのハト派転換は金融市場に安心感をもたらし、ボラティリティを押し下げるはずだ。9月にスイス国立銀行(SNB)が利上げに動けば「円だけマイナス金利」という構図が出来上がる(図)。主要通貨対比で見た「十分な金利差」と金融市場の「低ボラティリティ」が重なればキャリー取引を展開する条件は揃う。米金利低下に応じて各国の政策金利も軒並み引き下げられるような局面になれば円キャリー取引の旨味も薄れるが、ペース調整はあっても世界が利上げ(とそれに伴う通貨高)を志向するという事実は当面不変だろう。

相手国・通貨の事情はどうあれ、円とドルを含めた外貨の金利差が拡大傾向にあり、その裏で貿易赤字も累増する中、「FRBの利上げペースが緩みそう」という理由だけで円高地合いが始まるだろうか。足許の米金利上昇ペースの鈍化は年初来で25円超という歴史的なペースで進んできた円安が休憩する契機を与えるだろうが、局面転化を主張するには迫力が足りないようにも思える。



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7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか?
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	バリエーションの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9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～)
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(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～リフレの終焉と実質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」のプレーキが重要～)
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～)