

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 27 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: 当面の ECB の金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～

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、130円を挟んだ値動きが続いた。週初23日、129.36円でオープンしたドル/円は、ドル売り相場の中、129円台前半へ下落も、共通担保オペにおける堅調な応札結果を受け円金利低下とともに130円台を回復。海外時間は材料難の中、米金利上昇を受け130円台後半まで上昇した。24日、ドル/円は依然日銀に対する政策修正期待が燃る中、円買い相場を受け130円を割り込んだ。海外時間は、米1月製造業/サービス業PMI(速報)が堅調な結果となり、米金利上昇を受け一時週高値となる131.12円に上昇。ただし、その後は米金利の反転を受け130円付近に下落した。25日、ドル/円は米金利上昇を受け130円台半ばへ上昇。海外時間は、カナダ中銀が次回会合での利上げ停止を示唆したことや、堅調な米国債入札結果を受けた米金利低下に呼応し129円台半ばに下落した。26日、ドル/円はドル売り相場の中、一時週安値となる129.02円に下落。海外時間は、米10～12月期GDP(速報)の良好な結果を受け、米金利上昇とともに130円台半ばに上昇。本日のドル/円は、ドル買いが一服し129円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、欧米金利差に振られながらもレンジ推移となった。週初23日、1.0867でオープンしたユーロ/ドルは、ドル売り相場の中、ECB高官によるタカ派な情報発信が材料視され、昨年4月以来の高値となる1.092台に上昇。しかし、NY時間には米金利上昇を受け1.08台後半まで反落した。24日、ユーロ/ドルは堅調な米経済指標を受け米金利上昇とともに一時週安値となる1.0836に下落も、その後は米金利低下を受け1.08台後半まで回復。25日、ユーロ/ドルは軟調な欧州株式市場を受けた独金利急低下を背景に上値の重い推移となるも、NY時間には米金利が低下したことで1.09台へ再度押し上げられた。26日、ユーロ/ドルは前日からのドル売り相場の中、一時週高値となる1.0929まで上昇したが、NY時間には堅調な米経済指標の結果が好感されて1.08台半ばまで値を下げた。引けにかけては、良好な米国債入札結果を受けた米金利低下を背景に1.08台後半をつけた。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.08台後半での取引となっている。

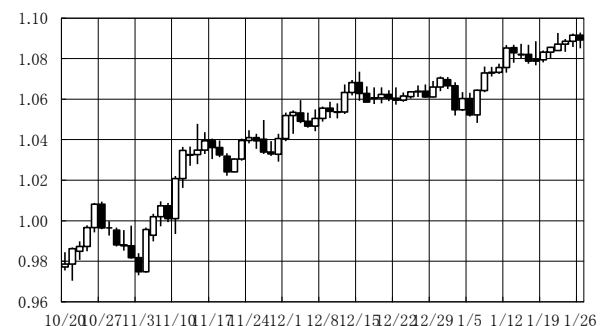
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		1/20(Fri)	1/23(Mon)	1/24(Tue)	1/25(Wed)	1/26(Thu)
ドル/円	東京9:00	128.39	129.36	130.58	130.23	129.25
	High	130.62	130.88	131.12	130.57	130.62
	Low	128.35	129.05	129.73	129.27	129.02
	NY 17:00	129.60	130.67	130.17	129.58	130.22
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0832	1.0867	1.0872	1.0890	1.0920
	High	1.0859	1.0927	1.0898	1.0923	1.0929
	Low	1.0803	1.0846	1.0836	1.0858	1.0850
	NY 17:00	1.0855	1.0871	1.0889	1.0915	1.0891
ユーロ/円	東京9:00	139.19	140.54	142.00	141.84	141.22
	High	141.17	142.08	142.19	142.28	141.90
	Low	139.10	140.50	141.28	140.78	140.88
	NY 17:00	140.63	142.06	141.77	141.43	141.81
日経平均株価		26,553.53	26,906.04	27,299.19	27,395.01	27,362.75
TOPIX		1,926.87	1,945.38	1,972.92	1,980.69	1,978.40
NYダウ工業株30種平均		33,375.49	33,629.56	33,733.96	33,743.84	33,949.41
NASDAQ		11,140.43	11,364.41	11,334.27	11,313.36	11,512.41
日本10年債		0.40%	0.38%	0.40%	0.43%	0.46%
米国10年債		3.48%	3.52%	3.45%	3.45%	3.50%
原油価格(WTI)		81.64	81.62	80.13	80.15	81.01
金(NY)		1,928.20	1,928.60	1,935.40	1,942.60	1,930.00

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月31日(火)～2月1日(水)にFOMCが開催される。前回12月会合では政策金利の誘導目標を+50bp引き上げ、4.25～4.50%することを決定。歴史的なペースとなった今次利上げ局面で、初めての利上げ幅縮小となった。パウエルFRB議長は会見において、「まだ十分に景気抑制的ではない」「なお幾分か道のりは残る」と追加での利上げを示唆。加えて、「インフレ率が目標に向け持続的に低下していると確信できるまで利下げはない」「景気抑制的な政策金利をしばらく維持」と、早期の利下げを否定。実際、更新されたドットチャートにおいて、2023年末の政策金利見通しが5.125%となっており、9月時点から+50bpの引き上げとなった。なお、今後の利上げ幅に関してはデータ次第との姿勢を堅持した。一方で、ブラックアウト期間を前に、ウォーラー・FRB理事等タカ派と目されるFOMCメンバーからも+25bpへの更なる利上げ幅減速を支持する発言が相次いでおり、今会合での利上げ幅に関し+25bpと広く予想されている。なお、2月3日(金)には1月雇用統計が公表予定となっており、賃金動向を中心に引き続き注視したい。

- ・ 欧州では、2月2日(木)にECB政策理事会が開催予定。前回12月会合では、主要政策金利に関し+50bpの利上げを実施。2会合連続での+75bp引き上げの後、利上げ幅を減速させた格好。ただし、ラガルドECB総裁は会見で「これ(利上げ幅の減速)をECBの政策転換(Pivot)と考えるのは誤りである」と強調し、インフレ高進に対し著しい利上げで対応する発言を残した。今後の利上げに関しては、「+50bpを一定期間続ける」と明言し、データ次第と明言を避けていた従来の姿勢からは変化。改定されたスタッフ見通しにおいても、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)に関し大幅に上方修正されており、インフレ高進を警戒する姿勢を鮮明にした。加えてバランスシート縮小に関して、3月以降の拡大資産購入プログラム(APP)購入資産の再投資停止を宣言。細かな仕様は今回で公表される予定である。今回で会合での利上げ幅は+50bpとなりそうだが、域内景気情勢が暖冬の影響もあって好転しつつある中で、次回3月会合以降の利上げペースに対する見解にも注目が集まる。なお、2月1日(水)にはユーロ圏1月HICP(速報)が公表予定である。総合ベースでは昨年11月以降減少基調となっているが、加速傾向にあるコアインフレの動向には引き続き注意を払いたい。

	本 邦	海 外
1月27日(金)	—————	・米12月個人所得支出 ・米12月個人消費支出(PCE)デフレーター ・米1月ミシガン大学消費者マインド(確報)
30日(月)	—————	—————
31日(火)	・12月失業率/有効求人倍率 ・12月鉱工業生産(速報) ・12月小売売上高	・ユーロ圏10～12月期GDP(速報) ・IMF世界経済見通し(WEO)改定 ・米11月FHFA住宅価格指数 ・米1月コンファレンスボード消費者信頼感 ・米FOMC(2月1日まで)
2月1日(水)	・1月製造業PMI(確報)	・ユーロ圏1月製造業PMI(確報) ・ユーロ圏1月消費者物価指数(速報) ・米1月製造業PMI(確報) ・米1月ISM製造業景気指数
2日(木)	—————	・英BOE金融政策会合 ・ユーロ圏ECB政策理事会
3日(金)	・1月サービス業PMI(確報)	・ユーロ圏1月サービス業PMI(確報) ・米1月雇用統計 ・米1月サービス業PMI(確報) ・米1月ISM非製造業景気指数

【当面の主要行事日程(2023年1月～)】

FOMC(1月31～2月1日、3月21～22日、5月2～3日)
 ECB政策理事会(2月2日、3月16日、5月4日)
 日銀金融政策決定会合(3月9～10日、4月27～28日、6月15～16日)

3. 当面の ECB の金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～

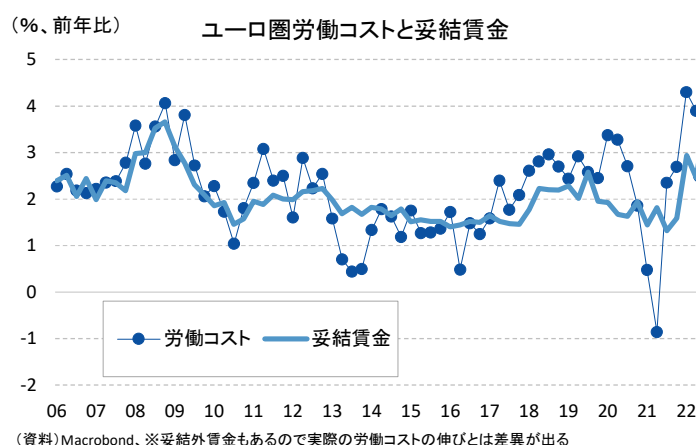
政策理事会もユーロ圏の強さを認識

為替市場ではユーロ相場の堅調が続いている。今週の本欄でも議論したように、暖冬という追い風を得たことでエネルギー危機から想定以上の深手を負わずに済んだことが経済・金融情勢の好転に繋がっている。エネルギー価格が穏当な動きに収まっているのは EU 全体として打ち出した価格抑制策が奏功している部分もあるが、やはり天候要因に救われたのは間違いない。昨年半ば頃までは、ECB のタカ派姿勢は実体経済の現状と展望を踏まえれば持続可能性が期待できず、「ユーロは売り」が 1 つのコンセンサスになっていた（筆者もそう考えてきた）。しかし、足許の景況感だけを見ればユーロ圏の勢いは日米のそれよりも強く、ユーロ需給の要となるドイツ貿易収支ははっきりと底打ちしている。貿易収支は今後、気温の上昇と共にエネルギー価格が下落することで再び大きな黒字を復元してくることも期待できる。

かかる状況下、ECB のタカ派姿勢が改めて自信を取り戻す余地も出てくる。この点、先週 19 日に公表された ECB 政策理事会議事要旨（12 月 14～15 日開催分）が参考になる。上述したような域内経済の底堅さは 12 月会合時点でも認識されており、ユーロ圏経済が 2022 年 10～12 月期と 2023 年 1～3 月期に緩やかながら景気後退に陥るとの意見で集約されつつ、エネルギー価格上昇を受けても内需（雇用情勢も含む）は想定以上に強いとの評価が見られている。よって雇用・賃金情勢の勢いは強く HICP 減速の兆候を確認しつつも、今後は高いエネルギー価格の波及効果（価格転嫁）を警戒する局面に入るという整理である。HICP のヘッドラインが低下し始めているのはエネルギー価格の下げ幅が大きいためであり、それ以外の項目は逆に加速しているという現実がある。この点は過去の本欄でも詳述した通りだ。

注目はやはり賃金動向に

今後の最重要ポイントは賃金への波及効果をどこまで見積もるかである。議事要旨では ECB 内部で注目している賃金指標を用いた場合、2022 年 10～12 月期以降、2～3 四半期は妥結賃金の加速が予想されるという。主要 7 か国をカバーする同指標によれば 2022 年から 2023 年にかけての妥結賃金は 5%を超えるとされている。こうした数字自体は 12 月のスタッフ見通しの範囲内とされるが、現実には域内で実現する労働コストが妥結賃金を大きく上回



る動きが 2021～22 年に常態化している。かかる状況下、ECB としては二次的波及効果（second round effect）の有無をまだ判断しかねる情勢と言えるだろう。だからこそ「インフレ基調は減速していない」という懸念が議事要旨にも明記されている。今後、市場参加者が注目すべきユーロ圏の経済・金融指標は毎月の HICP は当然として、四半期に一度公表される妥結賃金や労働コストも同等に重要になると思われる。HICP のヘッドラインが減速しても、賃金関連の計数が収束してこなければ ECB の政策姿勢が大きく変わるような状況とは言えそうにない。雇用・物価情勢の総合判断が必要になる。

50bp に減速した背景

また、12 月政策理事会は利上げ幅が+75bp から+50bp へ縮小された会合であり、その背景にある議論も注目される。この点、「A large number of members initially expressed a preference for increasing the key ECB interest rates by 75 basis points」と明記されており、インフレ指標の高さを理由に殆どのメンバーが+75bp の利上げを支持している（本欄プレビューでもそのように予想していた）。実際には+50bp への減速が決断されたうえで「インフレ率はあまりにも高く、目標を超える状態があまりにも長期化することが予見されるため、まだ著しい利上げが想定される」と強い表現を声明文に挿入したわけだが、こうした「+50bp への減速+強い表現」よりも「+75bp の維持」の方が単純明快であると支持するメンバーは多かった模様である。前者の案はチーフエコノミストであるレーン ECB 理事が提案したものだ。しかし、最終的には+75bp を主張したメンバーの一部（some）は、レーン理事案を多数のメンバーが支持するのであれば、それに同意するという流れで最終決定に至っている。このように経緯を踏まえると、「+50bp への減速」が実現しているものの、それ自体は決して一枚岩ではない。+25bp への減速や利上げ自体の停止といった議論に至るにはまだ相当な時間がかかると見るのが妥当だろう（少数派だが「強い表現で利上げ幅縮小を埋め合わせることはできない」と考えるメンバーは未だ存在する）。

もともと、今年 3 月以降と決断されたバランスシート縮小（QT）が控えている以上、利上げ幅の縮小は妥当であったという見方も可能である。月 150 億ユーロという削減ペースは過去 2 年で購入してきたペースと比較すれば穏当なものだが、利上げ幅の縮小やそれ自体の停止が議論される中で、QT のアクセルを踏むという路線に切り替えてくる可能性はある。削減ペースの見直しは四半期に 1 度とみられることから「7～9 月期以降は QT ではアクセル、政策金利ではブレーキ」という組み合わせにシフトして行くのではないかと、いずれにせよ域内金利が顕著に下がるようには思えないことから、需給のみならず金利の点からもユーロ買いが支持される地合いは考えられる。年央から利下げという織り込みが始まっている FF 金利の情勢を思えば尚の事、その思いは強まる。

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
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回復報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分に変わった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリテ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分) 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)