

みずほマーケット・トピック (2020 年 12 月 4 日)

週末版

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: FRB が直面するインフレ期待上昇～2021 年の政策運営に影響必至か？～

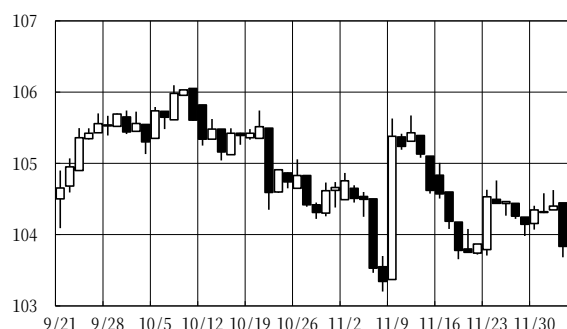
1. 為替相場の動向 (関連レポート: 「みずほ Customer Desk Report」, 「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は上昇するも週後半押し戻される展開。週初 30 日、104 円台前半でオープンしたドル/円は、米長期金利の低下や月末の実需の売りフローに押されて、103 円台後半まで下落。その後は新型コロナウイルスのワクチン開発に関するポジティブな報道を受け、ドル/円は 104 円台前半まで回復したが、戻り売りも散見される中、上値重く推移した。翌 1 日は、リスク選考ムードが優勢の中、クロス円の上昇に連れて、ドル/円は、104 円台後半まで上昇するも、対ユーロでのドル売りが重しとなり、104 円台前半まで押し戻された。2 日には、ユーロやポンドに対するドル買いが波及したことから、ドル/円は、一時週高値となる 104.75 円まで上昇。しかしその後は、米経済対策の交渉再開や米株価の下げ幅縮小要因にドル売り優勢となると、ドル/円は、104 円台前半まで下落した。3 日にかけてもリスク選好のドル売り地合いが継続する中、ドル/円は一時週安値となる 103.68 円まで下落したが、ドル売り一巡後は 104 円近辺まで値を戻した。本日も、ドル/円は 103 円台後半で上値の重い推移となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は年初来高値を更新する展開。週初 30 日、1.19 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、ドル売り優勢の地合いに、一時 1.20 台に乗せたが利益確定の売りが持ち込まれ 1.19 台前半まで反落。1 日は、リスク志向のドル売り優勢の中、ストップロス巻き込みながらユーロ/ドルは、1.20 台後半まで上昇した。翌 2 日、バルニエ EU 主席交渉官が、イギリスの通商交渉に関して、合意なき離脱のリスクは依然残るとの発言を受けて、ポンドとともにユーロが売られると、ユーロ/ドルは 1.20 台前半まで弱含んだが、その後は、ユーロ買いが先行し、1.21 台前半まで上昇した。3 日にかけても、リスク選好のドル売りが継続する中、ユーロ/ドルは年初来高値となる 1.2174 まで上昇したが、利益確定の売りに 1.21 台前半まで押し戻された。本日も、ユーロ/ドルは 1.21 台前半で底堅い推移が継続している。

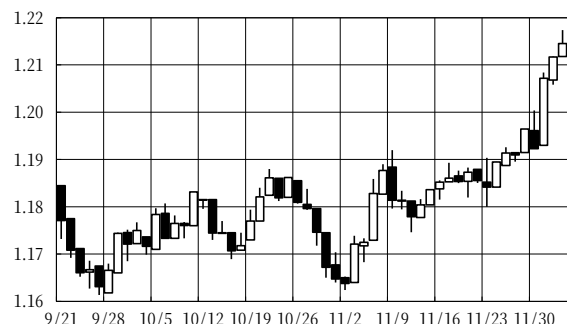
今週のおもな金融市場動向 (出所: ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		11/27(Fri)	11/30(Mon)	12/1(Tue)	12/2(Wed)	12/3(Thu)	
ドル/円	東京9:00	104.26	104.09	104.31	104.30	104.44	
	High	104.27	104.41	104.58	104.75	104.53	
	Low	103.90	103.84	104.19	104.23	103.68	
	NY 17:00	104.15	104.35	104.31	104.40	103.84	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1910	1.1970	1.1937	1.2071	1.2114	
	High	1.1964	1.2004	1.2084	1.2118	1.2174	
	Low	1.1908	1.1923	1.1927	1.1927	1.2101	
	NY 17:00	1.1964	1.1923	1.2072	1.2117	1.2145	
ユーロ/円	東京9:00	124.11	124.44	124.53	125.89	126.53	
	High	124.50	125.11	125.95	126.55	126.64	
	Low	123.91	124.32	124.45	126.45	126.04	
	NY 17:00	124.50	124.46	125.92	126.52	126.13	
日経平均株価		26,644.71	26,433.62	26,787.54	26,800.98	26,809.37	
TOPIX		1,786.52	1,754.92	1,768.38	1,773.97	1,775.25	
NYダウ工業株30種平均		29,910.37	29,638.64	29,823.92	29,883.79	29,969.52	
NASDAQ		12,205.85	12,198.74	12,355.11	12,349.37	12,377.18	
日本10年債		0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	
米国10年債		0.84%	0.84%	0.93%	0.94%	0.91%	
原油価格 (WTI)		45.53	45.34	44.55	45.28	45.64	
金 (NY)		1,781.90	1,780.90	1,818.90	1,830.20	1,841.10	

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、今晚4日(金)に11月雇用統計が発表される。前回10月の非農業部門雇用者数は前月比64万人増と市場予想(同59万人増)を上回り、前回から改善ペースを概ね維持した。当初、新型コロナウイルス感染第2波への懸念から雇用動向は軟調な推移となることが予想されたが、米国では経済活動が制約される業種は一部に留まっていることが、堅調な雇用回復を後押しした格好となった。民間部門雇用者数は同91万人増となった。内訳をみると、サービス業の雇用は78万人増加し、コロナ禍にありながらも余暇・娯楽関係が緩やかながら改善した。また、人材派遣関連の回復も底堅く、幅広い分野での事業活動が再開されつつあることが示唆される内容となった。一方、政府部門の雇用者は地方の教育関連雇用の減速と20年度の国勢調査員の減少を反映して、同▲27万人と前月に続き減少した。一方、失業率に関しては、10月の結果は6.9%と9月から1.0ポイント改善した。ただし、一時的なレイオフから仕事に復帰した層が減少した一方、恒久的な解雇者数は増加する傾向は続いている。また、平均時給の伸びは前月比+0.1%と大きな変化は見られなかった。今後については、冬場にかけての感染拡大状況と新政権発足を巡る政治動向が雇用情勢を左右するものと考えられる。なお、ブルームバーグの予想では、非農業部門雇用者増加数を前月比48万人の増加と10月からやや減速を見込んでおり、失業率については6.8%と横ばいの推移を見込む。また、平均時給は前月比+0.1%の上昇を見込んでいる。
- 欧州では10日(木)にECB政策理事会の開催を控える。前回10月会合では事前予想通り、金融政策は現状維持となった。その後のラガルド総裁の会見では、新型コロナウイルス感染第2波の影響で、景気回復の勢いは想定以上の速さで失われているとの見解を示した。その上で、12月に改訂されるスタッフ見通しを踏まえ、政策を再調整すると明言し、今回会合での追加緩和の実施がほぼ確実な情勢となっている。その内容としては、追って公表された議事要旨やECBメンバーの発言から、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)やターゲット型長期流動性供給(TLTRO3)の強化が有力となっている。年後半にかけて、ECBは足許のユーロ高をけん制する動きも見せているが、市場は既に今回の緩和を織り込んでいる印象があり、市場期待を超える内容とならない場合には、ユーロ高は簡単には覆らない可能性がある。ECBは大規模な金融緩和政策を通じて、域内の経済成長率と物価水準の押し上げをもたらしたと分析しているが、その一方で、今後の政策効果に限界があるとの懸念も示しており、必要な部分に直接手を差し伸べることができる財政政策の重要性も強調している。

	本 邦	海 外
12月4日(金)	-----	・米11月雇用統計 ・米10月貿易収支
7日(月)	・10月景気動向指数(速報)	・米10月消費者信用残高 ・ユーロ圏12月センチックス投資家信頼感指数
8日(火)	・10月貿易収支 ・7～9月期GDP(確報)	・ユーロ圏12月ZEW景気期待指数 ・ユーロ圏7～9月期GDP(確報)
9日(水)	・11月工作機械受注(速報)	・米10月JOLT求人件数
10日(木)	・20年物国債入札 ・11月国内企業物価指数	・米11月CPI ・ユーロ圏ECB政策理事会 ・英10月GDP
11日(金)	-----	・米11月シガン大学消費者マインド(速報) ・米11月PPI

【当面の主要行事日程(2020年12月～)】

ECB政策理事会(12月10日、1月21日、3月11日)

FOMC(12月15～16日、1月26～27日、3月16～17日)

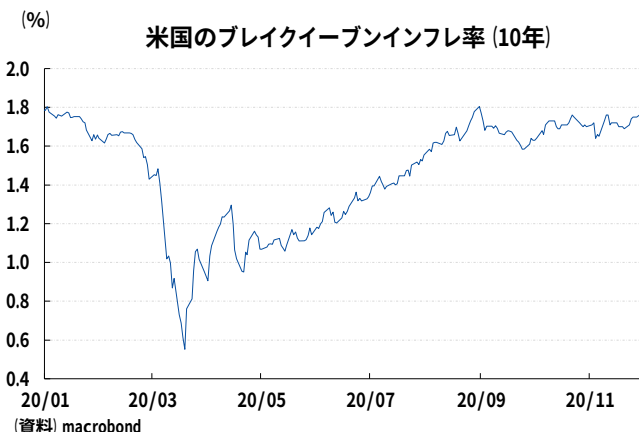
日銀金融政策決定会合(12月17～18日、1月20～21日、3月18～19日)

3. FRB が直面するインフレ期待上昇～2021 年の政策運営に影響必至か？～

揺り戻しの予兆を見極める

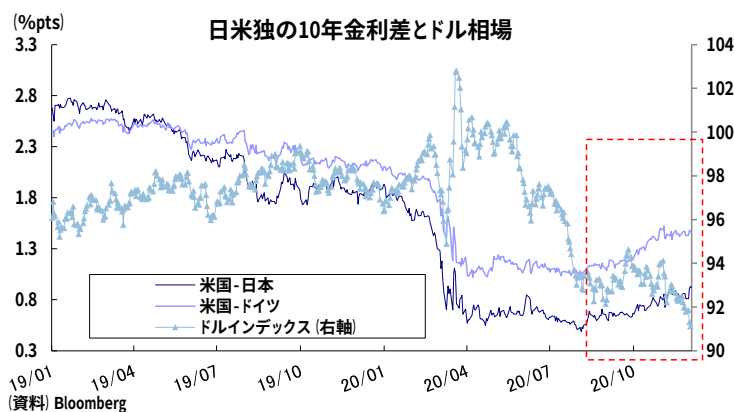
金融市場では株価が騰勢を強める傍らで米金利の動きは冴えず、それと整合的にドル相場も弱含むという相変わらずの地合いが続いている。ドルは対円では再び 104 円を割り込み、対ユーロでも 1.20 の大台が続いている。過去の本欄では 2021 年を展望するエッセンスとして「低金利状態が極まったゆえの株買い、今後 3 年は動かないゼロ金利、巨額の財政赤字を背景とする『ドルの過剰感』」という視点を列挙したが、この考え方は当面、健在と考えるべきだろう。

だが、これほど一方的な展開が続いている以上、健全な調整としてその揺り戻しも警戒すべきである。この点、足許で注目したいのがインフレ期待の動向である。図示されるように、3 月中旬の「悲観の極み」をボトムとしてブレイクイーブンインフレ率で見た市場の抱くインフレ期待は上昇基調にあった。9 月以降、横ばいの期間を挟んだものの、11 月以降は相次ぐワクチン報道も相まって続伸の様相を呈している。このペースが続けば、年内にインフレ期待の 2%到達が実現しても不思議ではない。それはもはやコロナ以前より高いものである。こうしたインフレ期待の動きに名目金利が果たして無関係でいられるかが当面の注目点になる。



変わり得るアベレージ・ターゲット

理論的な話をすれば、フィッシャー方程式「名目金利=実質金利+インフレ期待」が成立するので名目金利は上がってくるはずである。金融市場、ひいては人々が期待するインフレ率が上昇すれば名目金利も相応に上昇する。いわゆるフィッシャー効果として知られるこの動きを念頭に置けば、ここもとのインフレ期待上昇は自ずと名目金利の上昇を予感させるものである。確かに、足許の米 10 年金利は 0.90% 近傍で概ね定着しているものの、3 か月前 (9 月初頭) は 0.70% 弱であった。米国の名目金利は徐々に、しかし確実に上昇しているというのが実情であり、実際に日欧金利との乖離は広がっている。



このような金利動向がドル売りに直結していないのはあくまで FRB が「2023 年末までのゼロ金利継続」で意見集約し、アベレージ・ターゲットを前提とすれば「2024 年後半に利上げ」という想定が支配的になっているからだろう。しかし、フォワードルッキングな政策運営が求められる中央銀行として、コロナ以前にはほぼ回帰しているインフレ期待の動きを完全に無視し続けることも簡単ではないかもしれない。少なくとも 2021 年に緩和が継続されるという基本シナリオは不変であろうが、正副議長、理事で構

成される執行部および地区連銀総裁といった高官の中で「平均+2%」への到達を待たずに正常化への関心を寄せ始めるメンバーが少しずつ出てくる可能性はある。元よりアベレージ・ターゲットはそこまで厳格な代物ではない。導入直後、パウエル FRB 議長は「平均 2%という物価目標を実現するにあたって、平均を定義する数学的な特定の式 (a particular mathematical formula) を使うつもりはない」と明言している。また、これに続けて「我々のアプローチは柔軟な形式でのアベレージ・ターゲットである」と述べ、あくまで「なんらかの式 (any formula)」ではなく「一連の幅広い議論 (a broad array of considerations)」を反映して決まると枠組み自体が孕む抽象性を強調していた。

また、現状に照らして重要な発言として「仮に強いインフレ圧力が見られたり、インフレ期待が目標を超えて動くような動きが見られたりした場合、我々は躊躇なく行動する (we would not hesitate to act)」ともパウエル議長は述べている。結局、物価動向を評価する上で平均概念を持ち込んだところで、その判断はあくまで定性的な議論に基づいて決まるという話である。得てして中銀のコミットメントは今後の政策運営に支障がない範囲で機動的に反故にされるのが常である。「2023 年末までのゼロ金利継続」は基本的に相場展望のエッセンスとして機能するものだろうが、2021 年は FRB 高官の情報発信によって断続的にそのエッセンスが動揺する時間帯も出てくると思われる。その点は一方的な期待形成が続いた 2020 年とは決定的に異なる部分であろう。局面が正常化に向かう時は常にそうした一進一退を折り重ねて進むものであることは留意しておきたい。

市場営業部・金融市場部
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。