

みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 26 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:現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～

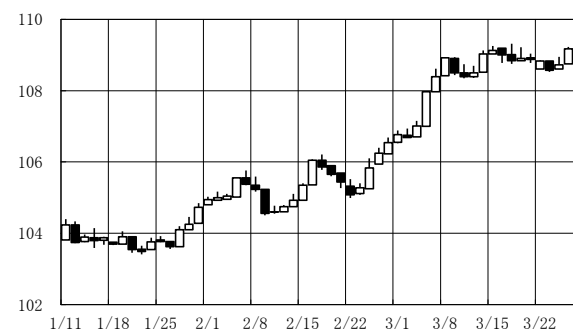
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半上昇する展開。週初 22 日、108 円台後半でオープンしたドル/円は、トルコのエルドアン大統領が金融引き締め政策を進めるアバール中銀総裁を解任したことを背景にトルコリラが急落し、リスクオフの円買いが先行すると、108 円台半ばまで下落した。しかし売り一巡後はドル買いも強まり、ドル/円は 108 円台後半を回復。23 日は、先物市場でまとまった円買いが持ち込まれると、ドル/円は、一時週安値となる 108.41 円まで下落したが、米金利がやや上昇する動きに 108 円台後半まで上昇した。24 日、米 2 月耐久財受注が市場予想を下回る結果に、ドル/円は 108 円台後半まで弱含むも、債券市場で売りが強まり、米金利が上昇すると、109 円近辺まで上昇。25 日は、米金利が持ち直す動きや年度末に向けた国内企業のドル買いフローもサポート材料となり、堅調な推移となった。その後も 7 年債入札後に米金利がやや上昇する動きに、ドル/円は 109 円台前半まで値を上げた。本日のドル/円は、前日の週高値を更新する値動きとなっており 109.20 円付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は下落する展開。週初 22 日、1.18 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、トルコ中銀総裁の解任のニュースを受け、1.18 台後半まで下落した。その後は ECB が足許でパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入額を増大させているといった報道があったものの、米金利上昇が落ち着く動きに一時週高値となる 1.1947 まで上昇する局面も見られた。23 日は、米株式市場が軟調に推移すると、ユーロ/円の売りも重しとなり、ユーロ/ドルは、1.18 台前半までじりじりと値を下げた。24 日は、欧州域内での新型コロナウイルスの感染拡大傾向やドイツのロックダウンの延長が嫌気されたほか、米金利上昇によってドル買いが続いたことで、ユーロ/ドルは、1.18 台前半での軟調な推移となった。25 日には、前日に続きドル買い優勢地合いの中、上値は重くユーロ/ドルは一時週安値となる 1.1762 まで下落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き軟調で、1.17 台後半の週安値付近を推移している。

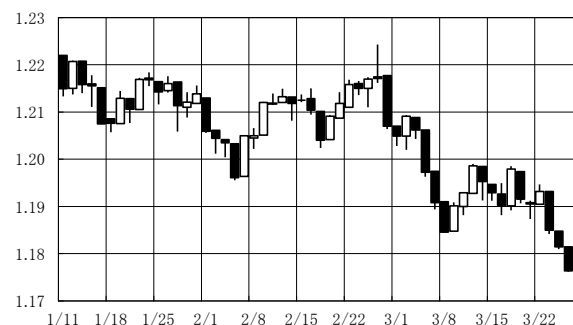
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週			
		3/19(Fri)	3/22(Mon)	3/23(Tue)	3/24(Wed)	3/25(Thu)
ドル/円	東京9:00	108.94	108.88	108.78	108.52	108.79
	High	109.14	108.95	108.87	108.95	109.23
	Low	108.61	108.50	108.41	108.45	108.73
	NY 17:00	108.88	108.84	108.58	108.73	109.18
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1917	1.1885	1.1936	1.1841	1.1814
	High	1.1936	1.1947	1.1940	1.1851	1.1827
	Low	1.1874	1.1870	1.1842	1.1810	1.1762
	NY 17:00	1.1906	1.1932	1.1850	1.1815	1.1764
ユーロ/円	東京9:00	129.88	129.40	129.84	128.49	128.54
	High	129.97	129.93	129.90	128.85	128.92
	Low	129.33	129.00	128.66	128.30	128.40
	NY 17:00	129.64	129.91	128.67	128.42	128.45
日経平均株価		29,792.05	29,174.15	28,995.92	28,405.52	28,729.88
TOPIX		2,012.21	1,990.18	1,971.48	1,928.58	1,955.55
NYダウ工業株30種平均		32,627.97	32,731.20	32,423.15	32,420.06	32,619.48
NASDAQ		13,215.24	13,377.54	13,227.70	12,961.89	12,977.68
日本10年債		0.11%	0.08%	0.08%	0.07%	0.08%
米国10年債		1.72%	1.69%	1.62%	1.61%	1.63%
原油価格(WTI)		61.44	61.56	57.76	61.18	58.56
金(NY)		1,741.70	1,738.10	1,725.10	1,733.20	1,725.10



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、1日(木)に3月ISM製造業景気指数が公表される。前回2月の結果は約3年ぶりの高水準となる60.8となり、1月と比較して1.9ポイント上昇した。主な要因として、新規受注指数が3.7ポイント上昇し、64.8を記録。この他、外需の回復が継続していることにより半導体の需要が強まっている点が指摘された。これに伴って、半導体関連産業では受注残や入荷遅延が発生してサプライチェーンに弊害が生じたことも結果を押し上げる格好となった。業種別では18業種のうち16業種で改善が見られ、雇用指数についても約2年ぶりの水準となる54.4まで上昇した。国内外の需要の回復が引き続き見込まれる中、サプライチェーンの混乱やこれに付随する仕入価格の高騰は引き続き課題となりそうである。なお、非製造業については翌々週の5日(月)に発表予定。2月は約2年ぶりの高水準を記録した1月から一転して、全米の広範囲に亘る寒波の直撃によって昨年5月以来の低水準となる55.3を記録した。なお、ブルームバーグの予想では、3月の結果をそれぞれ61.0、57.3としている。その他、2日(金)には3月雇用統計の結果が公表される。
- 本邦では、1日(木)に日銀短観(3月調査)が発表予定。前回12月調査では、大企業製造業業況指数(DI)が9月調査から17ポイント上昇して▲10となり、上昇幅は21世紀初頭のITバブル崩壊後の景気回復以来の大きさとなった。非製造業DIは7ポイント改善して▲5となった。業種別では、製造業は16業種中15業種の業況が改善。特に自動車業の改善が目立ち、これに付随して鉄鋼業、非鉄金属業も好調な結果となった。非製造業は12業種中11業種で上昇した。ただし、製造業と比較して内需主導の業種が多いため、新型コロナウイルスの感染拡大動向が意識されるかたちで総じて回復の度合いはやや弱いものとなった。一方、先行きの景況感については慎重な判断が続いており、製造業は9月調査から▲8と2ポイントの改善に留まり、非製造業に関しては▲6と▲1ポイント悪化した。今回調査では感染拡大が従前から見込まれていた冬場を越すため、先行きの景況感はある程度改善が期待されるが、世界主要国の中ではワクチンの実用化が遅れている状況下、そのペースは緩やかなものとなると考えられる。なお、3月調査に関し、ブルームバーグの事前予想では大企業製造業DIを▲1、非製造業DIを▲4と見込んでいる。その他、30日(火)には2月失業率/有効求人倍率が公表される。1月の結果は共に2か月ぶりに改善したが、緊急事態宣言下において引き続き雇用状況が良化するかが主な注目点となる。

	本 邦	海 外
3月26日(金)	—————	・米2月PCEコアデフレーター ・米3月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米3月個人消費/個人所得
29日(月)	—————	・米3月ダラス連銀製造業活動指数
30日(火)	・2月失業率/有効求人倍率	・ユーロ圏3月消費者信頼感指数(確報) ・米3月消費者信頼感指数
31日(水)	・2月鉱工業生産(速報)	・ユーロ圏3月CPI(速報)
4月1日(木)	・日銀短観(3月調査) ・3月製造業PMI(確報)	・米3月ISM製造業景気指数 ・ユーロ圏3月製造業PMI(確報)
2日(金)	—————	・米3月雇用統計

【当面の主要行事日程(2021年4月～)】

ECB 政策理事会(4月22日、6月10日、7月22日)

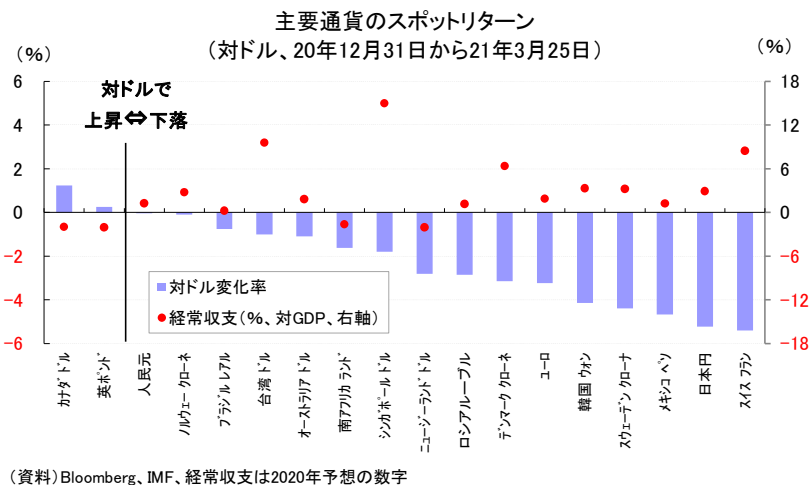
日銀金融政策決定会合(4月26～27日、6月17～18日、7月15～16日)

FOMC(4月27～28日、6月15～16日、7月27～28日)

3. 現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～

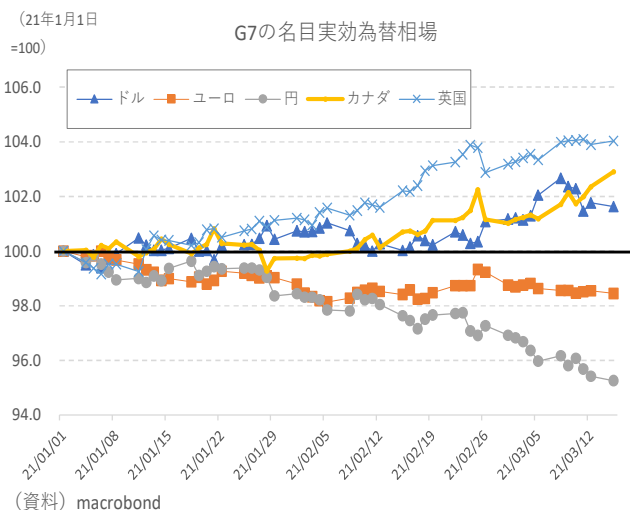
「需給」が買い要因ではなくなっている

2021年も最初の3か月が終わろうとしている。これまで繰り返し議論してきたように、2020年はドルを中心として先進国通貨において「金利の無い世界」が常態化する中、経常黒字や貿易黒字、対外債権といった「需給」が強い影響力を持つ年だった。これは2020年、ドルの名目実効為替相場(NEER)を最も押し上げたのがユーロや人民元、そして円という世界最大級の経常黒字や貿易黒字を擁する通貨だったことから確認できる事実である。だが、年初3か月の取引を終えて、「需給」というテーマは1つの区切りを迎えたと言っても良さそうである。図は年初来の対ドル変化率に関して比較したものである。対ドルで上昇率を確保している通貨はカナダドルと英ポンドのみで、それ以外の通貨はすべからず下落している(3月25日時点の実績)。ユーロ、円、スイスフランといった世界的に大きな経常黒字を誇る通貨がまとまった幅で下落していることから少なくとも「需給」が買い要因になっていないことは分かる。当局の恣意性が映じられるため単純比較は馴染まないが、世界第2の貿易黒字大国である人民元についても年初来の動きはフラットなものに押さえられており、昨年のような勢いは感じられない。



新しいテーマは「金利」、「コロナ抑制状況」、「原油」

では足許の為替市場のテーマは何か。1つに絞るのは難しいが、敢えて言えば、「金利」、「コロナ抑制状況」、「原油」だと筆者は考えている。「金利」については多くの説明を要しないだろう。上で見たように、基本的に殆どの通貨は対ドルで下落している。これは過去3か月の米金利上昇を評価した動きと考えて差し支えないだろう。もちろん、他通貨にも金利上昇は見られるが、基本的には米金利上昇に追随する動きであり震源地としての米ドルが買い進められることに違和感はない。「コロナ抑制状況」は端的に



100人あたりの接種回数

国	回数
英国	45.21
米国	38.34
EU	13.59
フランス	12.96
イタリア	13.66
ドイツ	13.26
カナダ	8.67
日本	0.55

(資料) Our World in Data、3月23日時点

はワクチン接種状況である。名目実効為替相場(NEER)ベースで G7 通貨の年初来の推移を見てみると、最強通貨が英ポンド、最弱通貨が円という傾向は明確である。これは G7 における 100 人当たりのワクチン接種回数ランキングにおいて、トップの英国と最下位の日本の立ち位置を映じている面があるのではないかと。英国は 6 月末までに正常化に向けた 4 段階のロードマップを示している。安定したワクチンの調達・接種があるからこそ、先行きのロードマップを描け、実体経済見通しも改善し、市中金利も上がりやすく、通貨も買われやすいという因果関係があるはずである。日本のワクチン接種回数は比較にならないほど少なく、もはやこの状況が「日本売り」を招いても不思議ではない印象である。

英国に次いで接種回数を重ねている米国もバイデン大統領が 7 月 4 日の独立記念日を目途に日常を取り戻す意思表示をしている。そもそも 米金利が上昇しているのは結局、「ワクチン接種→感染抑制→経済活動正常化→金融政策の正常化」という思考回路によるものであって、ワクチンなかりせば、ドルを押し上げる「金利」というテーマも存在していないだろう。ユーロが冴えないのはワクチン接種を進めつつも、変異種拡大によるロックダウンという呪縛がまだ続いているからと見られ、広大な経済圏を落ち着かせるのに十分なワクチン接種が進んでいないからだと筆者は整理している。

「原油」は重要なテーマだがノイズも多い

では、実効ベースで米ドルを超えて上昇しているカナダドルはどう理解すべきか。理由は複数考えられるが、まずは「原油」というテーマが重要だろう。直近ではスエズ運河での大型コンテナ船座礁事故を受けた原油価格の上昇が報じられているが、過去 1 年間、原油価格は基本的に上昇している。こうした動きはシンプルにカナダドルのような資源国通貨の買い材料となる。また、カナダ固有の要因として同国経済と米経済との連動性が指摘されることもあり、米経済の好調自体がカナダドル買いを呼び込みやすいという側面も意識されていそうである。カナダの基礎的経済指標が中銀想定を超えるペースで改善していることから、早期利上げ期待も見え隠れしており、この点は他の先進国通貨にはない特徴と言える。

話を「原油」に戻せば、カナダドル以外ではブラジルレアルやノルウェークローネが対ドルでの下げ幅が限定されているが、これらの通貨も産油国通貨である。一方、世界 3 位の産油国であるロシアルーブルが下落していることに違和感を抱くが、実はロシアルーブルが下がり始めたのは 3 月 17 日以降であり、それまでは対ドルで上昇基調にあった。3 月 17 日と言えば、バイデン米大統領が ABC テレビのインタビューで、ロシアのプーチン大統領について「人殺しだ」と述べ、ロシアが同国の駐米大使召還を決めたことが報じられた日だ。原油というテーマが脇に置かれ、米ロ関係の悪化がロシアルーブル売りの背景になっているという特殊性を考慮すべきだろう。なお、メキシコペソも産油国でありながら下落基調だが、これは同国の感染状況が芳しくなく行動制限の厳格化に繋がっているという事情も踏まえるべきである。隣国である米国の金利上昇がメキシコからの資金流出懸念を高めやすいという声もある。この点、米国に隣接するという条件がカナダとは真逆の作用をもたらしていると言える。

このように「原油」は現状を読み解く上で重要なパーツではあるが、対象通貨に関してはそれ以外に考慮しなければならないノイズが多い。また、他ならぬ米国自体が世界最大の産油国でもあるため、対ドル変化率を基軸に物事を考える為替市場では「原油」という論点だけで綺麗に動きを整理するのが難しい。

円やユーロは当面苦しい情勢

いずれにせよ、冒頭述べたように、現状の為替市場で「需給」がテーマになっていないのは確かだろう。

かかる状況下、円が評価されることはまずない。円の強みは何を置いても 29 年連続で「世界最大の対外純資産国」という盤石の対外経済部門であり、世界最悪の政府債務状況でも円が安全資産と呼ばれ続けてきたのはその理由に尽きる。「金利」に関しては、3 月の日銀金融政策決定会合を経てイールドカーブコントロール (YCC) の変動幅が拡大されており、それ自体は円金利の上昇材料と見なせなくはない。しかし、そもそも日米の金利水準が違い過ぎるので対ドルで円買いを進める理由にはなりようがない。また、繰り返しになるが、「コロナ抑制状況」というテーマに関してもワクチン接種回数という最重要事項で日本の劣後は鮮明であり、それ自体が日本経済および円への信頼を損ねるに十分な材料とも言える。

もちろん、「需給」が評価されなければ、同じくマイナス金利が常態化しているユーロも評価されることは難しい。「金利」に関して言えば、後述するように、域内の与信環境に不安を抱えている以上、米金利に連れた域内金利の上昇を ECB が容認することは当然ありそうにない。しかし、「コロナ抑制状況」という点に関し、ユーロ圏はワクチン接種が日本に比べれば相当進んでおり、その点で円よりは救いがある。ユーロや円が対ドルで勝つのは難しい情勢だが、ユーロが円に負けるような理由も見当たらず、日米欧三極に関しては「ドル>ユーロ>円」の強弱関係を想定しておくのが妥当に思える。

もっとも、年初 3 か月の米金利上昇は異常であり、米経済を傷つけずにこのペースの金利上昇が続くことはないだろう。過去の本欄でも議論したように¹、インフレ指標を筆頭に計数の改善が見込みやすい 4~6 月期は金利とドルの相互連関的な上昇が続くだろうが、7~9 月期以降はペースダウンし、ある程度は円安・ユーロ安の動きが鈍ってくると予想する。ただ、そうであったとしても「対米金利差が大きい」という事実は基本的に残るのだろう。ドル高のペースに関し「上半期は速く、下半期は遅い」くらいの理解にとどめ、相場の流れが反転するようなことは当分ないと割り切っておくのが無難と考えたい。

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。

¹ 本欄 2021 年 3 月 19 日号『「実質金利ゼロ」が次の節目?~ハイライトは 4~6 月期か?~』をご参照下さい。

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
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか?
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(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?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫遅減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～