

みずほマーケット・トピック(2021年4月16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: 長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～

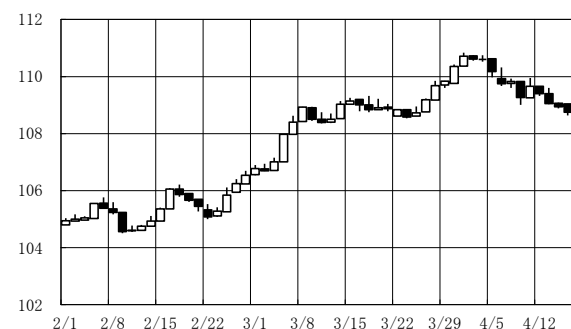
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下落し、約半月ぶりに 109 円を割り込む展開。週初 12 日、109 円台後半でオープンしたドル/円は、直後に週高値の 109.77 円をつけるも、週末にパウエル FRB 議長がハト派な発言をしたことを受けて軟調地合いとなり、109 円台前半までじりじりと下落した。13 日は、米金利の反発を受けて、ドル/円は一時週高値付近まで上昇。しかし米国製の新型コロナウイルスワクチンの接種による副作用が確認されたことでリスクオフムードが高まると終盤にかけて 109 円付近まで反落した。14 日にかけても、ドル/円は軟調推移。欧州通貨や資源国通貨に対するドル売りの勢いが強く、109 円を挟んだ上値の重い値動きとなった。15 日は、米国で 3 月小売売上高をはじめ経済指標が複数発表され、いずれも予想を上回る結果だったことを受けて、リスクオンの動きが加速。米金利の下落幅も大きくなる中、ドル/円は一時週安値の 108.62 円まで値を下げた。本日のドル/円は、週安値付近での取引が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は前週に続いて上昇する展開。週初 12 日、1.19 付近でオープンしたユーロ/ドルは、ユーロ/円に連れ安となって一時週安値の 1.1872 まで値を下げた。ドイツでのロックダウン措置の延長を受け上値は重く、その後も 1.19 台前半での取引となった。13 日は、独 4 月 ZEW 景況感指数が市場予想を下回る中、軟調な値動きが継続。米国で発表された 3 月 CPI は市場予想を上回ったものの、FRB が金融緩和政策を変更するに至らないとの観測が拡がると、米金利低下とともにドル安が進み、ユーロ/ドルは一時 1.19 台半ばまで値を上げた。14 日も、堅調な値動きとなった。前半は複数の ECB 関係者が今後の金融政策に関してハト派な姿勢を維持する発言をしたことで上値を抑えられたものの、後半はユーロ/円の上昇やリスクオンのドル売りの動きが強まると 1.19 台後半まで値を上げた。15 日には、米金利が下落に転じる中、ユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1993 まで上昇した。しかしその後は新規材料に乏しく、方向感のない値動きとなった。本日のユーロ/ドルは、1.19 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			
		4/9(Fri)	4/12(Mon)	4/13(Tue)	4/14(Wed)	4/15(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.33	109.72	109.39	108.93	108.90
	High	109.96	109.77	109.75	109.09	109.04
	Low	109.21	109.25	109.03	108.76	108.62
	NY 17:00	109.65	109.40	109.05	108.94	108.75
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1915	1.1897	1.1912	1.1956	1.1983
	High	1.1920	1.1919	1.1956	1.1987	1.1993
	Low	1.1867	1.1872	1.1878	1.1940	1.1957
	NY 17:00	1.1901	1.1912	1.1949	1.1980	1.1966
ユーロ/円	東京9:00	130.28	130.55	130.29	130.18	130.48
	High	130.55	130.60	130.49	130.57	130.59
	Low	130.07	129.90	129.82	130.06	130.04
	NY 17:00	130.51	130.23	130.31	130.51	130.11
日経平均株価		29,768.06	29,538.73	29,751.61	29,620.99	29,642.69
TOPIX		1,959.47	1,954.59	1,958.55	1,952.18	1,959.13
NYダウ工業株30種平均		33,800.60	33,745.40	33,677.27	33,730.89	34,035.99
NASDAQ		13,900.19	13,850.00	13,996.10	13,857.84	14,038.76
日本10年債		0.10%	0.10%	0.10%	0.09%	0.09%
米国10年債		1.66%	1.67%	1.62%	1.63%	1.57%
原油価格(WTI)		59.32	59.70	60.18	63.15	63.46
金(NY)		1,744.80	1,732.70	1,747.60	1,736.30	1,766.80

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、22日(木)に3月中古住宅販売件数、23日(金)に3月新築住宅販売件数の発表を控える。2月の中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は622万件で前月比▲6.6%と3か月ぶりの減少となった。昨年8月以来の水準まで落ち込んでおり、活況が続いた住宅市場に落ち着きが見えつつある。2月の在庫月数(在庫件数÷販売件数)は2.0か月と依然過去最低の水準を推移した中で、中古住宅の在庫は前年同月比で▲29.5%減少した一方、販売価格の中央値は31.3万ドルと前年比+15.8%上昇した。足許の米金利上昇の動きに伴い住宅ローン金利も騰勢が強まったほか、2月に到来した寒波の影響で消費者の購買意欲が減退したとことが販売実績を減少させる格好となった。同様の理由で2月新築住宅販売件数は前月比▲18.2%と大きく減速した。2月は寒波の影響で販売実績の落ち込みがより顕著に現れたものの、ひっ迫が続く在庫状況と騰勢が続く住宅価格の動向に鑑みれば、3月も2月に続き軟調な推移となるといった声もある。なお、ブルームバーグの事前予想では3月の中古住宅販売件数を前月比▲0.6%としている。また、新築住宅販売件数に関しては、同+14.3%の予想となっている。
- 欧州では22日(木)にECB政策理事会の開催を控える。前回3月会合では金融政策は現状維持となった。一方で、ECBは米金利の騰勢が強まった中、欧州域内において意図しない金利上昇が金融環境の引き締めにつながることを防ぐ観点から、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入額を拡大させる考えを示した。現にこの発表の後、PEPPでの資産購入ペースが加速した局面も見られた。また、議事要旨においても、メンバーの間では域内での成長およびインフレ見通しの大幅な改善が期待できないとの声が多く、次のECBスタッフ見通しが改訂される6月末まではPEPPは弾力的な運営が継続する可能性も大いに考えられる。域内では新型コロナウイルスの変異株が蔓延し、ロックダウンを継続する国も見られている。経済・物価の先行きは依然不透明となる中で、緩和的な金融政策の大枠に変更が見られないことが見込まれる。その他、足許のユーロ/ドル相場を動かしてきた米金利の上昇余地も徐々に狭まる中、ドル高にも一服感が出てきており、今後の為替相場の動向に関するECBの見解にも注目したい。

	本 邦	海 外
4月16日(金)	――	・米4月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・ユーロ圏3月CPI(確報) ・ユーロ圏2月貿易収支
19日(月)	・3月貿易収支 ・2月設備稼働率 ・2月鉱工業生産(確報)	・ユーロ圏2月経常収支
20日(火)	・2月第3次産業活動指数 ・3月工作機械受注(確報)	――
21日(水)	――	・米3月シカゴ連銀全米活動指数
22日(木)	――	・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米4月カンザスシティ連銀製造業活動指数 ・米3月中古住宅販売件数
23日(金)	・4月製造業/サービス業PMI(速報) ・3月全国CPI	・米4月新築住宅販売件数 ・ユーロ圏4月製造業/サービス業PMI(速報)

【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)

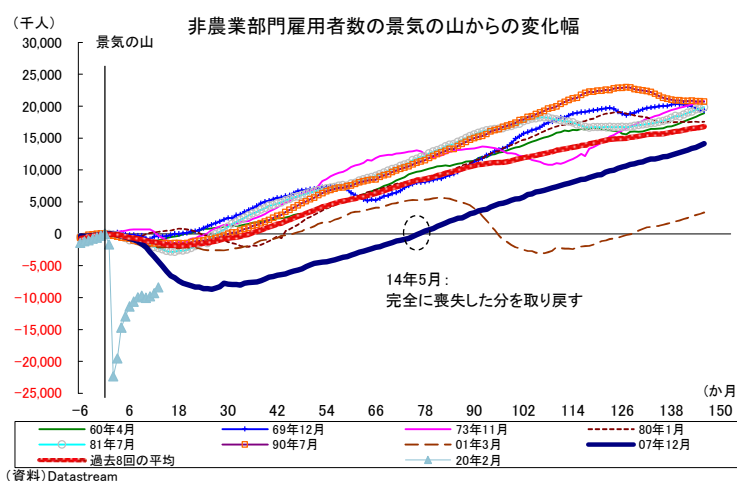
3. 長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～

パウエルショック回避に向けて始動？

一昨日、パウエル FRB 議長が「目標に向けてさらなる著しい進展を遂げた時点で、資産買い入れを縮小する時期に到達する」の述べた上で、債券購入の段階的縮小（いわゆるテーパリング）が「利上げを検討する時期よりもかなり前になる可能性が高い」と述べた。もちろん、実際にテーパリングの規模や期間にまで踏み込んだ議論が始まるのは先の話であろうし、それゆえに市場反応も限定的である（むしろ金利は低下している）。だが、1年前の状況を思い返せば、「言及が始まった」というだけで大変な変化である。これまでもパウエル議長は「テーパリングの具体的な日程について議論が適切になった場合、世界に知らせる」と述べ、そのタイミングには慎重を期すことを強調してきた。歴史的に「バーナンキショック」という言葉が残ってしまっていることから、FRB はパウエルショック回避に血道をあげるはずである。

今回のテーパリング着手は前回より早い可能性も

今回のショックとリーマンショックの性格の違いを踏まえれば、テーパリング着手は意外にも早いタイミングで訪れる可能性はある。リーマンショックは発生後、徐々にシステミックなリスクが実体経済を徐々に蝕んでいき、欧州債務危機の併発もあって、FRB がテーパリングの意思を表明するまでに 4 年以上の年月がかかった。具体的には 2013 年 5 月 22 日、バーナンキ元 FRB 議長が、議会証言で「状況改善の継続を確認し、持続可能と



確信できれば、今後数回の会合で資産買い入れを縮小すること（テーパリング）は可能だ」と発言したのが正常化の号砲となった。俗に言うバーナンキショックである。これにより世界同時株安が引き起こされ、新興国も資本流出と通貨安に苛まされた。多大な家計債務の解消に伴うバランスシート調整を要したリーマンショック後の景気後退と異なり、今回はあくまで人工的な活動制限に基づく景気後退である。復元のタイミングは政策当局の意図（活動制限解除）次第という面が大きい。事実、失われた雇用の復元スピードはリーマンショック後の比ではない（図）。喪失のスピードが非常に速いと同様、復元のそれも速いことは重要な事実である。雇用復元の状況は金融政策運営に大いに影響を与える筋合いにある。

前回局面から得られる 4 つのヒント

正常化プロセスに関し、金融市場は否応なしに前回局面からヒントを得ようとするはずである。ここで基本的な事実を振り返っておこう。2013 年 5 月にバーナンキショックを伴うテーパリング方針が示された後、同年 12 月の FOMC では 2014 年 1 月以降のテーパリング開始が決定されている。つまり、テーパリング方針を提示してから決定するまでに約半年かかっている。2014 年 1 月以降は毎回の FOMC で買い入れ額の縮小（具体的には毎回 100 億ドル縮小）を決定し、2014 年 10 月末をもって完全に量的緩和政策（当時の名称は QE3）は終了している。QE3 終了直前の 2014 年 9 月の FOMC では正常化に対す

る基本方針（いわゆる出口戦略）として「政策正常化の原則と計画（Policy Normalization Principles and Plans）」が示され、いよいよ名実ともに正常化に向かう機運が高まった。テーパリングはあくまで「資産買い入れ額の縮小」なので、QEが継続していることには変わりはない。真の正常化はテーパリング終了後だろう。ちなみに2014年6月以降、為替市場は長きにわたるドル高局面に入るが、やはりテーパリング終了後を見越した動きだったのだと思われる。その意味では為替相場を見通す観点からは、テーパリング方針が終了する少し前のタイミングからドル買いが始まる可能性に構えるべきかもしれない。

「政策正常化の原則と計画」では正常化プロセスは資産売却や再投資停止を伴うバランスシート縮小ではなく利上げから開始することなどが提示された。そして利上げが行われたのは2015年12月、再投資停止が決定されたのが2017年9月、実際に始まったのが同年10月であった（再投資停止方針自体は同年6月に示されている）。細かな節目を挙げればきりが無いが、①「テーパリング開始の方針は半年前に提示」、②「テーパリング終了までは1年間」、③「利上げはテーパリング終了から1年後」、④「バランスシート縮小は利上げ開始から2年後」といった点が前回局面から得られる重要なヒントだろうか。

「2024年12月利上げ」を1つのゴールとした場合・・・

現状では「2023年末までゼロ金利継続」でFOMCは意見集約しているが、それは2024年中の利上げを予見させる事実でもある。仮に2024年12月の利上げを1つのゴールとした場合、③「利上げはテーパリング終了から1年後」のヒントに従えば、2023年12月にはテーパリングが終わっている必要がある。②「テーパリング終了までは1年間」のヒントに従えば、2022年12月にはテーパリングを開始する必要があるし、①「テーパリング開始の方針は半年前に提示」のヒントに従えば2022年6月頃にはテーパリングの意思表示をしておきたいところである。つまりはその時期がパウエルショックを懸念すべき頃合いということになるだろう。上述したように、前回局面ではテーパリング終了の間際からドル買いが活発化するという節目が訪れた。あくまでイメージに過ぎないが、2024年12月利上げを1つのゴールと見立てた場合、2023年中に本格的なドル買い局面が訪れるだろうか。もちろん、これらは仮定に仮定を重ねたものであり、これからいくらでも変化するだろう。しかし、市場は経験則を元に合意形成するはずであり、今後、折に触れて持ち出されるイメージとして注目しておきたいものである。

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。

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4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間価値」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(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～)
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プレビュー～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～ECBI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～貿易均衡面という新常态～
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～
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/円の価値～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「收穫減減」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があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフター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～)