

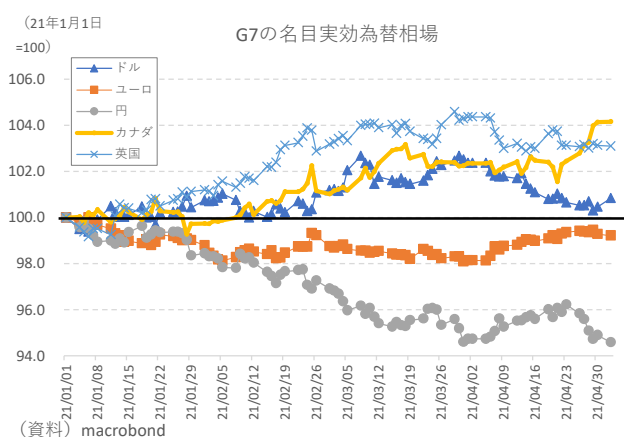
みずほマーケット・トピック(2021 年 5 月 10 日)

最近の為替市場に見る「正常化の胎動」

米 4 月雇用統計を受けてドル/円相場は下落しているが、筆者の相場観は不変。G7 通貨に関し名目実効為替相場を見ると、年初から上昇している通貨は幅が大きい順にカナダドル、英ポンド、ドル。ユーロと円は下落している(もっともユーロは小幅下落、円は大幅下落という違いはある)。上昇している通貨は先進国のワクチン接種率のランキングにおいて上位にある国。ワクチン接種が順当な経済では正常化のロードマップが描きやすくなり、期待から市中金利も高くなり通貨も評価されやすくなる。中銀が正常化プロセスに関心を寄せ始めているカナダドルや英ポンドが頭抜けて上昇しているのは必然。もちろん、今秋には日本でも相応のワクチン接種が進んでいるはずだが、その頃には BOC、BOE に続き、FRB のテーパリングが市場のメインテーマになっている可能性が高く、日本はさらに孤立しているのではないか。その格差は金利差に反映され、通貨の強弱を規定してくるはず。日本以外に「正常化の胎動」が見られる中、G7 通貨全体では「ドル $\geq$ 英ポンド $\geq$ カナダドル $>$ ユーロ $>$ 円」といった大局観を抱いておきたい。

～5 月以降もワクチン戦略が相場の要諦に～

週末、予想を大きく下回った米 4 月雇用統計を受けてドル/円相場は下落しているが、筆者の相場観は全く変わっていない。図(左)は G7 通貨を対象に年初来の名目実効為替相場(NEER)の推移を見たものである。年初から上昇している通貨は幅が大きい順にカナダドル、英ポンド、ドルであり、ユーロと円は下落している(もっともユーロは小幅下落、円は大幅下落という違いはあるが)。かねてより指摘しているように、上昇している通貨は先進国のワクチン接種率のランキングにおいて上位にある国だ(表)。ワクチン接種が順当な経済では正常化のロードマップが描きやすくなり、期待から市中金利も高くなり通貨も評価されやすくなる。図示されるように、カナダドルと英ポンドは頭抜けて上昇しているが、この 2 通貨に至っては中央銀行が正常化プロセスに関心を寄せて始めている。例えば、カナダ中銀(BOC)は 4 月 21 日、量的緩和の規模縮小を決定している。これに応じて



1 回でもワクチン接種した人の比率

国	%	20年末からの 変化(%pts)
英国	51.84	49.81
米国	45.24	45.07
カナダ	38.18	37.70
ドイツ	32.07	32.04
EU	27.77	27.76
フランス	25.72	25.72
イタリア	27.40	27.39
日本	2.44	2.44

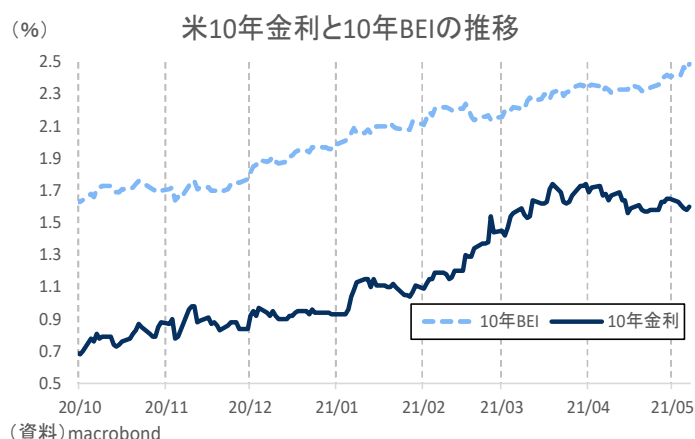
(資料) Our World in Data、5月8日時点。

日本は5月6日、英国、ドイツ、フランスは5月7日。

利上げ時期も従来の 2023 年から 2022 年下半年へと前倒ししている。また、先週 5 月 6 日にはイングランド銀行(BOE)が毎週の資産購入額を減額するという決定をしている。厳密には BOE に関しては「毎週の購入額は減額(44 億ポンド→34 億ポンド)するものの、年末までの国債購入残高(8950 億ポンド)は不変。よって金融政策方針は不変」といった決定であり、材料視が難しいものであるが、一部メンバーからは目標とする購入残高自体を引き下げるべきという主張も展開されている。「次の一手」が正常化プロセスであると感じさせるのは間違いなく、堅調なポンド相場に寄与していると考えて良いだろう。

～秋には欧米はもっと遠くに行ってしまう～

現状ではワクチンが唯一絶対の出口戦略であることを思えば、上記のような為替相場の状況は容易に予想されたものである。もちろん、今秋には日本でも相応のワクチン接種が進んでいるはずである。しかし、その頃には BOC、BOE に続いて、いよいよ FRB のテーパリング開始が市場のメインテーマになっている可能性が高く、日本からすればもっと遠くに行ってしまうのではないかと。政策



メンバーの金利見通し(ドットチャート)に関しても「2023 年末までゼロ金利継続」という昨年来続くコンセンサスが修正されていても驚きではない。先週の本欄でも議論したように、足許で米 10 年金利は上昇が止まっているが、インフレ期待は再浮上し始めている(図)。

フィッシャー効果を前提にするならば、名目金利はいずれインフレ期待に追随する。昨年 11 月から今年 3 月の相場を教訓とすれば、インフレ期待の上昇に遅れること 1～2 か月で名目金利も追随してくることが考えられる。バイデン大統領が頻繁に言及する正常化の節目が「7 月 4 日」であることも考慮したい。年後半、米国の経済・金融情勢は景色が変わっていくのだとすれば、いつまでも非常時に形成した「2023 年末までゼロ金利継続」という前提に拘泥するのも合理的ではない。もちろん、現状のワクチン接種ペースを踏まえれば、英国もカナダもそして大陸欧州も年後半には「経済の再始動」がテーマになっている可能性は高い。

要するに、日本でワクチン接種が日常的に行われる秋頃には、日本以外の主要国の経済・金融情勢は未曾有の対応に関して出口戦略を検討し始めていることが予想される。その状況の格差は間違いなく金利差に反映され、通貨の強弱を規定してくるはずである。それは年初から足許までに起きたことと同じことが年後半にも起きるといえる話である。目下、日本に関しては 4 月以降の緊急事態宣言が 5 月末まで延長され、解除の見込みが立っていない状況にある。1～3 月期 GDP に関しては米国の強さが突出していたが、4～6 月期はユーロ圏もプラス成長に復帰する中、日本の弱さが突出する可能性が高まっている。欧米経済にアフターコロナの薄日が差し込む中、日本だけが 2 四半期連続でマイナスというテクニカル・リセッションとなれば、世界景気の連動性が高まる近年においては非常に珍しい光景となる。金融市場も当然、これを材料視するのではないかと。

こうして日本以外においては「正常化の胎動」が確認される中、ドル/円相場のリスクバランスは上方に振れていると考えておいた方が無難ではないかというのが筆者の基本認識である。足許の動きに惑わされず、G7 通貨全体では「ドル $\geq$ 英ポンド $\geq$ カナダドル $>$ ユーロ $>$ 円」といった大局観を抱いておきたいところである。

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5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(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～)
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「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(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「収穫通減」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？