

みずほマーケット・トピック(2021 年 6 月 25 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: ワクチン相場の賞味期限とリスク〜「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面〜

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/円相場は年初来高値を更新した。週初 21 日、110.20 円でオープンしたドル/円は、先週から続く株安を背景にリスク回避の円買いが進み、米長期金利が低下したのも相まって一時週安値の 109.72 円で急落。その後は、欧米株の堅調推移にドル買いが強まり、110 円台前半までじりじりと上昇した。22 日、ドル/円は 110 円台前半で推移するも、日経平均株価が前日から値を戻す展開に 110 円台半ばまで上昇。海外時間では米株が選好され、ドル/円も 110 円台後半まで続伸した。23 日、前日にパウエル FRB 議長が国内のインフレは一時的との発言にリスク回避的な雰囲気が改善し、円売りが優勢となってドル/円は 111 円を上抜け、年初来高値を更新した。その後は、約 1 年 3 か月ぶりの高値をつけたことから利益確定の売りに押され、一時 110 円台半ばまで下落したが、米金利上昇をきっかけに再び 111 円付近まで値を戻した。24 日、前日の年初来高値を更新し、一時 111.11 円をつけるも売り圧力に押されて 110 円台後半での揉み合いとなった。本日のドル/円は 111 円付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は小幅に値を上げる展開となった。週初 21 日、1.18 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、日経平均株価の急落を背景としたリスク回避の円買いが強まり、ユーロ/円に連れ安となって週安値の 1.1848 まで下落。その後は、欧州株の回復と共にユーロも買い戻されて 1.19 台前半まで値を戻した。22 日、ユーロ/ドルは、軟調地合いとなり、1.18 台後半までじりじりと下落したが、その後は、欧米株式市場の堅調推移に加え、パウエル FRB 議長が議会証言にてインフレは一時的であるとの発言が材料視され、ドル売りとユーロの買戻しが加速し、1.19 台半ばまで値を戻した。23 日、ユーロ/ドルは、米金利上昇を背景に 1.19 台前半まで下落する場面もあったが、ユーロ/円の底堅い動きや発表された独 6 月 PMI が事前予想を上回ったことを受けてユーロ買いが強まり、一時週高値の 1.1970 まで上昇した。24 日、ユーロ/ドルは新規材料に乏しく 1.19 台前半での揉み合い推移が続いた。本日のユーロ/ドルも、1.19 台前半での取引となっている。

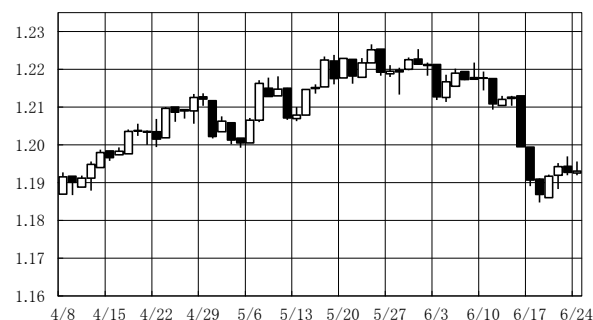
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週			
		6/18(Fri)	6/21(Mon)	6/22(Tue)	6/23(Wed)	6/24(Thu)
ドル/円	東京9:00	110.33	110.20	110.38	110.66	111.01
	High	110.48	110.35	110.79	111.10	111.11
	Low	109.95	109.72	110.22	110.63	110.69
	NY 17:00	110.25	110.32	110.67	110.96	110.90
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1913	1.1869	1.1911	1.1937	1.1930
	High	1.1925	1.1921	1.1952	1.1970	1.1956
	Low	1.1847	1.1848	1.1881	1.1911	1.1918
	NY 17:00	1.1869	1.1918	1.1942	1.1927	1.1931
ユーロ/円	東京9:00	131.41	130.85	131.49	132.17	132.45
	High	131.41	131.49	132.18	132.66	132.55
	Low	130.63	130.05	131.23	132.05	132.12
	NY 17:00	130.70	131.49	132.13	132.32	132.27
日経平均株価		28,964.08	28,010.93	28,884.13	28,874.89	28,875.23
TOPIX		1,946.56	1,899.45	1,959.53	1,949.14	1,947.10
NYダウ工業株30種平均		33,290.08	33,876.97	33,945.58	33,874.24	34,196.82
NASDAQ		14,030.38	14,141.48	14,253.27	14,271.73	14,369.71
日本10年債		0.05%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%
米国10年債		1.44%	1.50%	1.47%	1.48%	1.50%
原油価格(WTI)		71.64	73.12	72.85	73.08	73.30
金(NY)		1,769.00	1,782.90	1,777.40	1,783.40	1,778.60



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6月ISM製造業景気指数が発表予定。前回5月の結果は前月から+0.5ポイント上昇して61.2となった。内訳項目の詳細を見ると、新規受注指数が4月から+2.7ポイント上昇し、67.0となったほか、入荷遅延指数は78.8と前月の75.0から上昇し、約47年ぶりの高水準に達するなど、強い需要は継続している。一方で、雇用指数は前月から▲4.2ポイント悪化して、50.9と半年ぶりの低水準に落ち込んでおり、労働力の供給が需要に追いついていない状況を裏打ちする結果となった。コロナ禍において失われた雇用の回復は未だ道半ばであり、引き続き失業者の労働市場への復帰が課題となる。業種別では18業種中16業種が活動拡大を報告しており、特に家具やプラスチック製品の業況改善が目立った。6月の結果に関して、ブルームバーグの事前予想では、61.0としている。非製造業に関しては、6日(火)に公表予定。そのほか、2日(金)には6月雇用統計が発表される。
- 本邦では、1日(木)に日銀短観(6月調査)が発表予定。前回3月調査では、大企業製造業業況指数(DI)が12月調査から15ポイント上昇して5となり、DIの水準はコロナショック前の19年12月の水準を上回り、プラスに転じる結果となった。非製造業DIは4ポイントの改善にとどまって▲1となった。欧米を中心にワクチン接種の拡大が進んだことから、主要国での経済の回復ペースも早まり、足許の円安の継続もあいまって輸出の増勢が目立ち、自動車産業や機械、石油関連産業において大きく業況が改善した。片や、非製造業に関しては、国内での非常事態宣言の延長による対面型サービス業の営業制限によって、製造業と比較して回復ペースが遅れていることが影響した格好となった。不動産業や建設業など一部の業種では業況の改善が確認されており、業種間の格差の拡大も課題となっている。先行き判断に関しては、12月調査と比較して改善傾向にあるものの、ワクチン接種の遅れと営業制限措置が現在に至るまで継続している業種もある中、大企業製造業を除き、悪化したと判断する内容が目立った。なお、6月調査に関しては、3月調査と比較して製造業・非製造業ともに改善する見込みが強まっており、ブルームバーグの事前予想では大企業製造業DIを17、非製造業DIを8と見込んでいる。その他、28日(月)には、日銀金融政策決定会合「主な意見」(6月会合分)が発表され、29日(火)には5月失業率及び有効求人倍率の公表を控える。

	本 邦	海 外
6月25日(金)	――	・米6月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米5月PCEコアデフレーター
28日(月)	・日銀金融政策決定会合 主な意見(6月会合分)	・米6月ダラス連銀製造業活動指数
29日(火)	・5月失業率/有効求人倍率 ・5月小売売上高	・ユーロ圏6月消費者信頼感指数 ・独6月CPI(速報)
30日(水)	・5月鉱工業生産(速報) ・6月消費者態度指数	・ユーロ圏6月HICP(速報) ・英1～3月期GDP(確報) ・米6月ADP雇用統計
7月1日(木)	・日銀短観(6月調査) ・6月製造業PMI(確報)	・米6月ISM製造業景気指数 ・ユーロ圏6月製造業PMI(確報) ・5月ユーロ圏失業率
2日(金)	――	・米6月雇用統計 ・米5月貿易収支

【当面の主要行事日程(2021年7月～)】

日銀金融政策決定会合(7月15～16日、9月21～22日、10月27～28日)
ECB政策理事会(7月22日、9月9日、10月28日)
FOMC(7月27～28日、9月21～22日、11月2～3日)
米ジャクソンホール経済シンポジウム(8月26～28日)

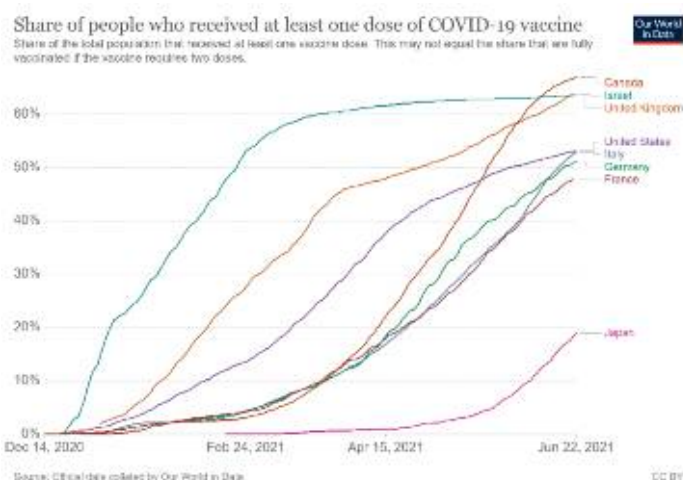
3. ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～

ワクチン相場の賞味期限は秋頃か？

本欄や『中期為替相場見通し』ではワクチン接種を打開策として米国を筆頭とする海外の経済・金融情勢が好転する展開を前提として、内外金利差の拡大が円売り・ドル買いを駆動するはずだというシナリオを昨年から堅持している。1～3 月期の米金利加速とドル高は基本シナリオのペースを凌駕するものであり、だからこそ 4～6 月期の相場にブレーキがかかったのだと筆者は理解している。コロナ禍の出口戦略はワクチンしかない。ワクチンの調達と接種に秀でる国の経済や通貨が評価されるのは不思議なことではないし、実際に過去半年間はそうだった。こうした状況はいわゆる「ワクチン相場」として総括されるものであり、これが 2021 年上半期を総括する肝であったことは間違いない。日本経済や円の状況を指差してワクチン敗戦という厳しいフレーズが飛び交ったことがそれを象徴しているだろう。

しかし、ワクチン相場の賞味期限は永遠ではない。株にしる、為替にしる、ワクチン相場と

いう考え方が機能するのは接種率やそれに伴う行動制限解除の度合いに格差があるからである。日本に限って言えば、1 回以上のワクチン接種を済ませた人の割合は 20% 程度であり、G7 の中でもまだ群を抜いて低い。それが景況感や金利の格差となって予見され、円売り・ドル買いの背中を押すというシナリオはまだ説得力があると筆者は考える。しかし、日本でも 10～11 月には希望者全員に接種が完了する方針が政府より示されている。一方、接種率が高い欧米の様子を見る限り、40～60% の水準に及ぶとペースの鈍化が見受けられる。タイミングは前後するであろうが、欧米諸国のワクチン接種水準は頭打ちが近づいている印象がある。結果、日本と諸外国の格差は縮小が既定路線であり、ワクチン相場というロジックも秋頃には使えなくなる公算が大きい。



もっとも、ワクチン接種とセットで正常化を早く進めたことで、欧米は経済・金融情勢の正常化に早く着手できる。足許の接種ペースを前提とすれば英国やドイツは 9 月、米国は 11 月に集団免疫獲得と言われている。欧米主要国がそうになってしまえば、日常生活では大規模イベントの開催可否やマスク着用義務の処遇などが注目されるだろうし、金融政策ではテーパリング実施は自明の前提として利上げ時期の模索が始まるだろう。恐らく 8 月のジャクソンホール経済シンポジウムでは「テーパリングの示唆」ではなく「利上げの道筋」が語られる可能性もある。かかる状況下、ワクチン相場の賞味期限は秋口に切れるとしても、その後は金融政策格差を映じた真つ当なドル高相場が現れるのではないか。今後 1 年間で円安・ドル高を見通すこと自体、それほど違和感があると思えない。

重大なリスクになる「ワクチン接種先進国のつまずき」

この点、日々のオンライン勉強会やウェビナーでは頻繁に「円安・ドル高シナリオが崩れるとしたらどのようなケースか」と尋ねられる。ドル安になっても円高が殆ど進まない状況に居心地の悪さを覚える向きもあるのだと思われる。こうした質問に対しては明確に「ワクチンが無効化されたケース」と筆者は回

答するようにしている。円高になる地合いは需給が評価される地合いである。需給が評価される地合いは市場参加者が「確実な手がかり」に依存しようとする地合いであり、大抵の場合は悲観的なムードが支配している状況である。また、昨年のように各国間の金利差が概ね消滅している地合いでも消去法的に需給がクローズアップされやすい。コロナショック直撃の昨年、人民元、ユーロそして円が上昇したのは偶然ではないと筆者は考えている。これらは世界3大経常黒字大国の通貨である。

悲観ムードの高まりを警戒すべき芽は見られる。ここにきてインドで発見された変異株ウイルス（デルタ株）が感染拡大を拡げていることから、ワクチン接種率で先頭に立っていたイスラエルでマスク着用義務が復活し、英国で行動制限の解除が見送られている状況には強い警戒を要する。現時点では、イスラエルにしても英国にしても、「接種していない層が変異株の感染に見舞われた」という状況であり、死者や重症者は制御されている（もちろん続報を待つ必要はある）。しかし、こうした「ワクチン接種先進国のつまづき」は今年のメインシナリオとして殆どの市場参加者が織り込んでいないものであり、とりわけ気温が下がり、感染症が流行しやすいと考えられる10～12月期、1～3月期の重大なリスクとして念頭に置くべきものと考えたい。そうしたワクチン接種先進国の成功をアテにして進んできたのが上半期のワクチン相場なのだから、「ワクチンでもやっぱり駄目だった」という帰結になれば、金融市場のシナリオも180度違うもの（米金利低下・ドル安）にならざるを得ない。しかし、エコノミストとして合理的に想定できる論点を逸脱しており、あくまでメインシナリオへのリスクという認識にとどめておきたい。

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。

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6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
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？～一過性のまやかし～)
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？