

みずほマーケット・トピック(2021 年 7 月 2 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: 3. 2021 年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～

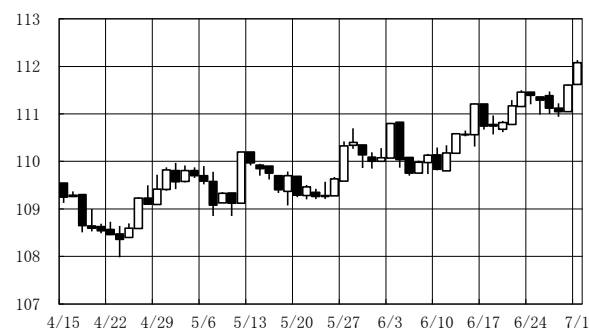
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、先週に続き年初来高値を更新した。週初 28 日、110.80 円付近でオープンしたドル/円は、新規材料難の中、111 円手前に迫る場面もあったが、ポジション調整や米金利の低下からドル売りが加速した。110 円台半ばまで反落した後は 110 円台後半での小動きとなった。29 日のドル/円は、前日に続いて動意に乏しい展開。終日を通して米金利の動向を睨みながら 110 円台半ばを中心に値幅 30 銭程度と狭いレンジでの値動きとなった。30 日、月末絡みの売買が交錯し、一時週安値の 110.42 円まで値を下げた。その後発表された米 6 月 ADP 雇用統計の強い結果に加え、米株の堅調推移を背景にドル買い優勢となり一時 111 円半ばまで急伸した。1 日、ドル/円は、前日からのドル買いの流れが継続。米主要株価指数や原油価格が堅調に推移をしたことも相まってリスク選好的な雰囲気が高まり、前日の年初来高値を更新し、111.64 円まで値を切り上げた。本日のドル/円は、年初来高値付近の 111 円台半ばでの取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は、下落する展開となった。週初 28 日、1.19 台半ばでオープンしたユーロ/ドルは、1.19 台前半までじりじりと値を下げた。その後は買い戻しが優勢となり下落分を取り戻したが、一巡後はやや方向感に欠ける値動きとなった。29 日は、軟調地合いとなり、米金利上昇を背景にドル買いが強まったことから 1.18 台後半まで下落。その後は、じりじりと値を戻し、1.19 を挟んだ揉み合い推移となった。30 日のユーロ/ドルも、昨日の流れを引き継ぎ、1.19 付近での小幅な値動きとなったが、後半にかけてドル買い優勢となり、約 3 か月ぶりの安値となる 1.18 台半ばまで急落、その後も上値重く推移した。1 日、ユーロ/ドルは、一時週安値の 1.1837 まで下落する局面もあったものの、その後はユーロ/円が上昇する中、下落が一服すると 1.18 台後半まで値を戻した。その後は、米金利上昇を背景とするドル買いに押されて上昇分をはき出す格好となった。本日のユーロ/ドルも、1.18 台半ば付近での取引となっている。

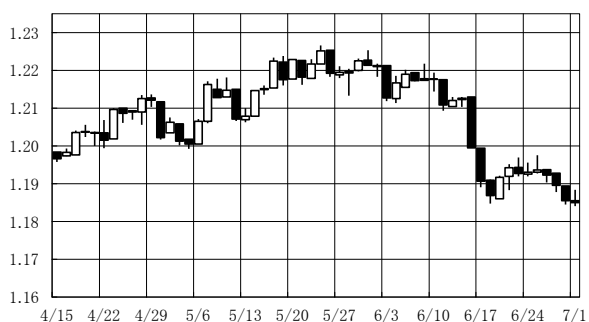
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		6/25(Fri)	6/28(Mon)	6/29(Tue)	6/30(Wed)	7/1(Thu)
ドル/円	東京9:00	110.93	110.81	110.61	110.54	111.14
	High	110.99	110.97	110.76	111.12	111.64
	Low	110.48	110.50	110.44	110.42	111.03
	NY 17:00	110.79	110.62	110.55	111.11	111.58
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1929	1.1940	1.1929	1.1900	1.1856
	High	1.1975	1.1944	1.1929	1.1909	1.1884
	Low	1.1927	1.1903	1.1878	1.1845	1.1837
	NY 17:00	1.1937	1.1923	1.1896	1.1855	1.1851
ユーロ/円	東京9:00	132.39	132.29	131.89	131.53	131.76
	High	132.45	132.29	131.92	131.73	132.40
	Low	132.15	131.80	131.33	131.30	131.58
	NY 17:00	132.25	131.88	131.55	131.71	132.17
日経平均株価		29,066.18	29,048.02	28,812.61	28,791.53	28,707.04
TOPIX		1,962.65	1,965.67	1,949.48	1,943.57	1,939.21
NYダウ工業株30種平均		34,433.84	34,283.27	34,292.29	34,502.51	34,633.53
NASDAQ		14,360.39	14,500.51	14,528.34	14,503.95	14,522.38
日本10年債		0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%
米国10年債		1.52%	1.48%	1.47%	1.47%	1.46%
原油価格(WTI)		74.05	72.91	72.98	73.47	75.23
金(NY)		1,777.80	1,780.70	1,763.60	1,771.60	1,776.80

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、今晚 2 日(金)に 6 月雇用統計が発表される。前回 5 月の非農業部門雇用者数は+55.9 万人(前月比、以下同様)と市場予想(+67.5 万人)を下回る結果となった。民間部門雇用者数は+49.2 万人、政府部門雇用者数は+6.7 万人の結果となった。民間部門雇用者数に関する内訳は、民間サービス部門は+48.9 万人と 4 月の+25.5 万人と比較して強い回復を見せた。宿泊・娯楽業が+29.2 万人と引き続き高い伸びを維持し、小売業がマイナス幅を縮小させ、専門・ビジネスサービス業がプラスに転じたことが要因となった。財部門は+0.3 万人と大きな変化はなかった。製造業が+2.3 万人とプラスに転じたものの、建設業がマイナス幅を拡大させた。政府部門については+6.7 万人と緩やかな伸びが継続した。また、失業率は 5.8%と 0.3%ポイントの改善。労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)は、61.6%とわずかに悪化した。失業者の内訳をみると、長期失業者(過去 27 週間以上にわたって職探しをしている失業者)は 4 月から▲43.1 万人減少しており、失業者全体に占める割合は 40.9%と前月比▲2.1%ポイント縮小した。コロナ禍以前の長期失業者の水準が約半分の 20%程度であったことを踏まえれば、今後もこの水準に近づいていくかが労働市場の回復動向を見る上で 1 つの目線となる。なお、6 月の結果に関しては引き続き改善に向かう公算が大きく、ブルームバーグの事前予想では、非農業部門雇用者増加数を+72.0 万人の増加を見込んでいる。失業率については、5.6%の予想で、労働参加率は 61.7%となっている。このほか、経済指標関連では、5 日(月)に 6 月 ISM 非製造業景気指数の公表を控えている。5 月の結果は、1997 年の統計開始以降で最高を記録しており、6 月においても企業活動の改善が継続しているかが注目される。

また、中銀関連では 7 日(水)に、FOMC 議事要旨(6 月会合分)が公表される。6 月 FOMC では現行政策の維持を決定し、日常をほぼ取り戻しつつある米国の状況と整合的に声明文もメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)もはっきりと上方修正された。政策金利については「2023 年末までゼロ金利継続」から「2023 年中に利上げ着手」へと変更された。パウエル議長は会合後テーパリングに関し「議論することを議論した」と発言しており、8 月のジャクソンホール経済シンポジウムでやるべき地均しは今回で済ませてしまった印象がある。こういった点からも、テーパリングに関する FOMC メンバーの議論の詳細は大きな注目点となるだろう。

	本 邦	海 外
7 月 2 日(金)	_____	・米 6 月雇用統計 ・米 5 月貿易収支
5 日(月)	・6 月非製造業 PMI (確報) ・日銀 地域経済報告 (さくらレポート)	・ユーロ圏 6 月非製造業 PMI (確報) ・米休場
6 日(火)	・5 月家計支出	・米 6 月 ISM 非製造業景気指数 ・ユーロ圏 5 月小売売上高 ・独 7 月 ZEW 景気期待指数
7 日(水)	・5 月景気動向指数 (速報)	・米 FOMC 議事要旨 (6 月会合分)
8 日(木)	・5 月国際収支 ・6 月景気ウォッチャー調査	_____
9 日(金)	_____	・米 5 月卸売在庫 (確報) ・G20 財務相・中央銀行総裁会議

【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)

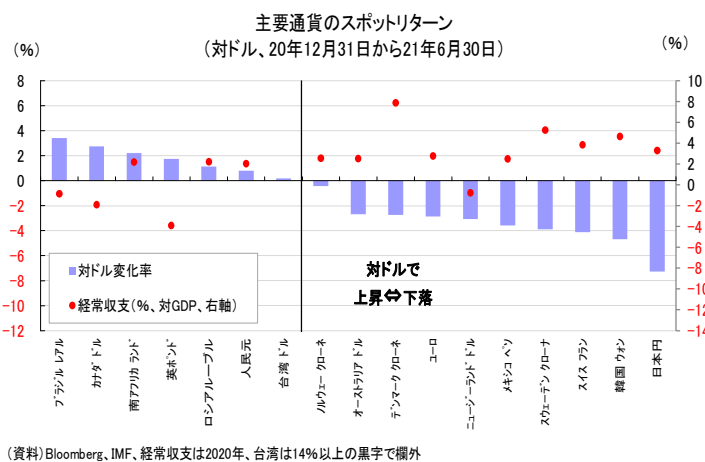
米ジャクソンホール経済シンポジウム (8 月 26～28 日)

3. 2021 年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～

上半期のドルは過小評価の印象

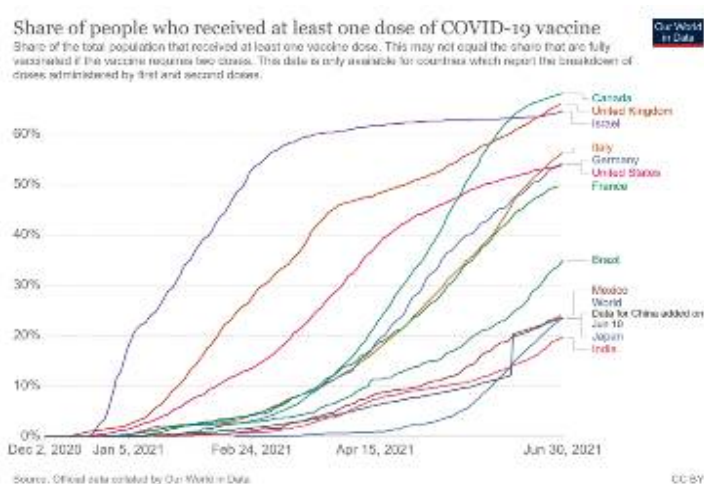
ドル/円相場は引き続き堅調に推移しており、年初来高値を断続的に更新する地合いにある。2021 年もちょうど半分が終わったので、現状整理と展望をまとめておきたい。1～3 月期は米金利上昇とドル高、4～6 月期は米金利低下と対照的な動きが続いたものの、半年間を通じて見れば米 10 年金利は +50bps で、ドル名目実効ドル相場 (NEER) は +0.3% 上昇だった。最終的には「米金利上昇、かろうじてドル高」という結果に着地している。また、インフレ期待に関して言えば、

10 年物ブレイク・イーブン・フォワードレート (10 年物 BEI) が 2.0% 付近から 2.4% まで押し上げられている。こうした計数の動きとは整合的に、米金融政策に関しては、年初時点で市場が想定したよりも早いペースで正常化プロセスが進行しており、それが 2～5 年といった期間の米金利にも反映され始めている。かかる状況下、ドル NEER が +0.3% 上昇に抑えられているのは過小評価にも思え、引き続き本欄では年内に向けて米金利が再浮上し、ドル NEER がこれを追いかけてくる展開を予想したい。



上半期のワクチン相場から下半期の金融政策相場へ

前掲図に示すように、円を筆頭とする経常黒字国が軒並み対ドルで値を下げる一方、カナダ、英国、新興国ではブラジルなど金融政策運営においてタカ派色を前面に押し出す通貨が対ドルで上昇している。もちろん、これらの国はワクチン接種率にも優れる国々であり (下図・左)、それが金融政策の姿勢と密接に関係している。だが、他国とのワクチン接種率格差は時間と共に解消されるだろう。同時に早めの経済活動の正常化に至ったワクチン接種率の高い国では金融政策の正常化プロセスも当然早くなることが予想される。読みが難しい上半期のワクチン相場から、下半期は単純な金融政策相場へ移行するというのが筆者の基本認識である。もちろん、変異種拡大によるワクチン無効化リスクなどがなければ、だが。



ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	1.1	-0.2
ユーロ圏	17.0	-3.2	0.5
メキシコ	13.3	0.1	-0.0
カナダ	11.7	2.8	-0.3
日本	7.1	-7.5	0.5
韓国	3.8	-3.9	0.1
台湾	2.2	0.7	-0.0
スイス	1.7	-4.6	0.1
英国	3.2	1.0	-0.0
ロシア	0.6	1.2	-0.0
南アフリカ	0.4	2.8	-0.0
トルコ	0.5	-16.9	0.1
アルゼンチン	0.3	-13.8	0.0
その他(残差)	15.0		-0.4
21年1～6月のNEER	-	0.3	0.3

(資料) BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。
通貨変化率は20年12月31日～20年6月28日

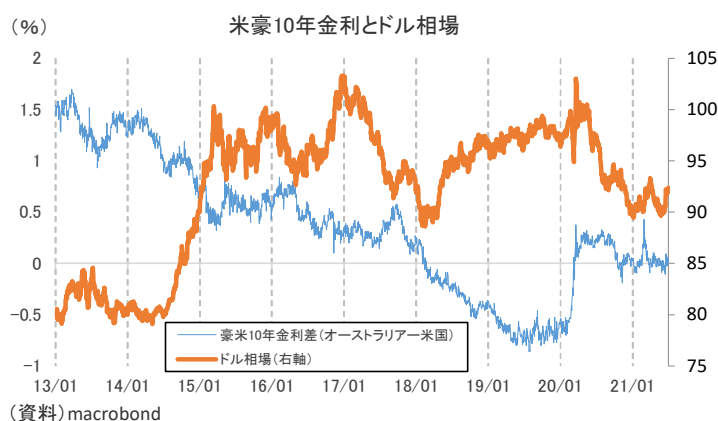
市場のテーマが金融政策へ移行する下半期、いよいよ FRB が量的緩和の段階的縮小（テーパリング）に踏み切れることは既定路線であり、順当に行けば年内に利上げ時期が中心的テーマになる可能性もある。こうした状況下、やはり評価される通貨は金利動向に比較して穏当な動きに収まっていたドルではないだろうか。冒頭で上半期のドル NEER は+0.3% 上昇したと述べたが、これを要因分解してみると「ユーロや円に対するドル買い」が「カナダドルや人民元に対するドル売り」を上回った結果である（前頁表）。

高金利通貨ドルという評価は揺るがず

筆者は下半期を含む年明け以降、FRB の正常化プロセスが中心的テーマとなる中では殆どの通貨が対ドルで下落する可能性が高いと考えている。前回の正常化プロセスでは、2013 年 5 月にバーナンキショック、2013 年 12 月にテーパリング着手、2014 年 10 月にテーパリング完了、2015 年 12 月に利上げというスケジュールだった。この間、本格的にドル相場が上昇し始めたのが 2014 年 6 月以降だった。

つまり、テーパリング方針が決まってから

（当時で言えばバーナンキショックから）、ドル高になるまで 1 年ほどのラグがあった。そう考えると今年下半期のドル高スタートはやや早いようにも感じられるかもしれない。だが、当時と今では市場環境が異なる。今やドルは主要通貨の世界では高金利通貨だが、当時はそうではなかった。例えばバーナンキショック以後の 1 年間、豪ドルの方が金利は大分高かった。しかし、2014 年 6 月



頃に 10 年金利差（オーストラリアー米国）が 1% ポイントを切ったあたりからドル相場が浮揚するになる（図）。現時点で豪米 10 年金利差は概ねゼロであり、ここから FRB の正常化プロセスに応じて米金利が上昇すると仮定すれば素直にドルの投資妙味が際立つだろう。もちろん、豪ドルはあくまで例であって、足許ではオーストラリア準備銀行（RBA）もテーパリングを視野に入れており、資源国であるという強みも考えれば、豪ドル/ドルは堅調に推移する可能性はある。しかし、ユーロや円はそうはいかないだろう。G3 通貨におけるドルへの相対的投資妙味は高まる公算が大きいと考える。感染症の動き次第でシナリオは可変的であるものの、「経済正常化に伴う米金利とドルの相互連関的な上昇を予想する」という本欄や『中期為替相場見通し』の基本シナリオは下半期も修正不要だと現時点では考えている。

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7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(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～)
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～前倒して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と党～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カ～)
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」～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～
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	英ボンド急騰の背景～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？～一過性のまやかかし～)
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