

みずほマーケット・トピック(2021 年 7 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: 「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～	

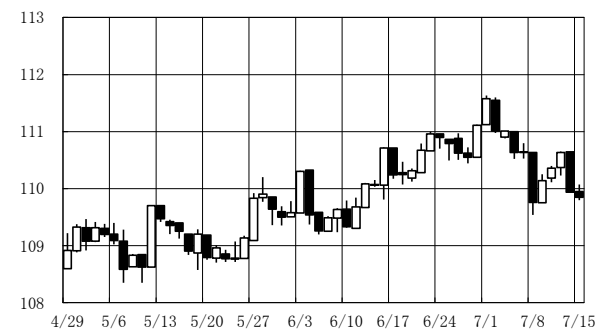
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、週後半にかけて下落した。週初 12 日、110.20 円付近でオープンしたドル/円は、仲値にかけ 110 円付近まで下押しされるも、一巡後は反発。主要な米経済指標の発表がない中、海外時間では、再び値を下げ一時 110 円を割り込んだが、その後は、米株や米金利の堅調推移を背景に 110 円台半ばまで回復した。13 日、ドル/円は、米国時間に米 6 月 CPI の発表を控えて 110 円台前半で小動きだったが、米 6 月 CPI の結果が市場予想を大きく上回ったことを受け、インフレ懸念からドル買いが強まった。その後は、米金利の動きに連れての上下動で 110 円台前半まで軟化するも、結局 110 円台半ばまで値を戻した。14 日、ドル/円はじり高に推移し、一時週高値の 110.70 円と上値を伸ばすも、海外時間はパウエル FRB 議長によるハト派寄りの議会証言や米長期金利の急低下が重しとなり、109 円台後半まで下落した。15 日、ドル/円は前日の流れを引き継ぎ、一時週安値の 109.72 円まで下落したが、売り一巡後は 110 円を回復し、その後は方向感に乏しい展開となった。本日のドル/円は、109 円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は、軟調地合いとなった。週初 12 日、1.1870 付近でオープンしたユーロ/ドルは、デギンドス ECB 副総裁が量的緩和縮小に対し慎重な姿勢であることが伝わり、ユーロ売りが加速すると、1.18 台前半まで下落。一巡後は、ポジション調整の動きから 1.18 台半ばまで反発したが、その後は方向感に乏しい展開となった。13 日、ユーロ/ドルは、1.18 台半ばでの小動きだったが、海外時間に入り、米 6 月 CPI の結果を受けたドル買いに 1.18 台を割り込み、一時週安値の 1.1772 まで下落した。14 日、ユーロ/ドルは、1.17 台後半を推移したが、パウエル FRB 議長のハト派的な議会証言や米長期金利の軟調推移にドル売りが加速し、1.18 台前半まで値を戻した。15 日は、ドルの軟調推移を受けて 1.18 台半ばで推移していたが、後半にかけてはドル売りが強まって一時 1.18 を割り込み、その後も上値重く推移した。本日のユーロ/ドルは、前日の流れを受けて 1.18 台前半での取引となっている。

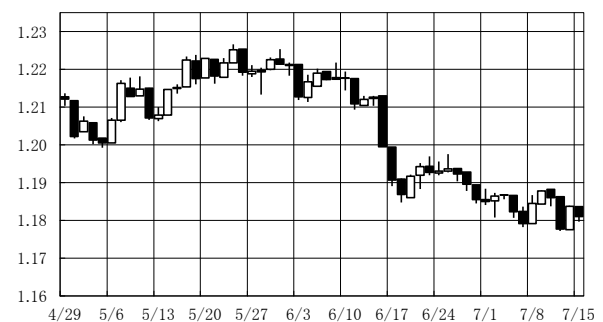
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		7/9(Fri)	7/12(Mon)	7/13(Tue)	7/14(Wed)	7/15(Thu)	
ドル/円	東京9:00	109.82	110.23	110.33	110.59	109.99	
	High	110.25	110.40	110.65	110.70	110.08	
	Low	109.75	109.99	110.21	109.94	109.72	
	NY 17:00	110.14	110.36	110.64	109.94	109.84	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1847	1.1873	1.1864	1.1774	1.1834	
	High	1.1881	1.1884	1.1875	1.1839	1.1850	
	Low	1.1825	1.1836	1.1772	1.1772	1.1796	
	NY 17:00	1.1878	1.1860	1.1777	1.1837	1.1811	
ユーロ/円	東京9:00	130.17	130.86	130.87	130.22	130.17	
	High	130.85	130.97	131.08	130.43	130.20	
	Low	129.97	130.46	130.22	130.03	129.64	
	NY 17:00	130.77	130.88	130.31	130.15	129.74	
日経平均株価		27,940.42	28,569.02	28,718.24	28,608.49	28,279.09	
TOPIX		1,912.38	1,953.33	1,967.64	1,963.16	1,939.61	
NYダウ工業株30種平均		34,870.16	34,996.18	34,888.79	34,933.23	34,987.02	
NASDAQ		14,701.92	14,733.24	14,677.65	14,644.95	14,543.13	
日本10年債		0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	
米国10年債		1.36%	1.37%	1.42%	1.35%	1.30%	
原油価格(WTI)		74.56	74.10	75.25	73.13	71.65	
金(NY)		1,810.60	1,805.90	1,809.90	1,825.00	1,829.00	

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6月中古住宅販売件数の発表を控える。5月中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は580万件で前月比▲0.9%と4か月連続の減少となり、市場予想も下回った。在庫月数(在庫件数÷販売件数)は2.5か月と年初の水準(1.9か月)からは徐々に上昇しているものの、販売価格は前年比+23.6%上昇し、過去最高を4か月連続で更新する状況となっている。また、住宅着工件数をみると原材料価格の高騰や人件費の高騰を背景に伸び悩んでおり、着工件数の先行指標となる5月住宅建設許可件数に関しては、168万件と昨年10月以来の水準にまで落ち込んでいる。こういった点からも、供給の遅れが住宅価格の高騰を招く構図が変わることは考え辛い。なお、ブルームバーグの事前予想では中古住宅販売件数の6月の結果に関し、前月比+2.6%としている。
- 欧州では22日(木)にECB政策理事会が開催される。前回6月会合では現状維持を決定。3月にパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペースに関して「significantly higher pace」とした方針を見直すタイミングだったものの、引き続きこの文言は残された。一方、前回会合時に公表された経済見通しでは、内容が上方修正されており、22年1～3月期までにパンデミック前の水準に戻るとされた。これは春に示された見通しよりも1四半期早く、こうした中でPEPPという枠組みとして資産購入を継続するかは議論の余地もある。PEPPはあらゆる細かな仕様が免除され、奔放な買い入れができるようになっているが、ECBは定例プログラムとして拡大資産購入プログラム(APP)を有しており、現在でも月間200億ユーロを購入している。22年には集団免疫の獲得を見据えており、ECBがテーパリングに踏み切る切迫した理由は今のところないものの、有事の際の政策の糊代が確保しておきたいという事情もある。今回でこうした議論が急速に進むとは考えにくいものの、金融政策の正常化の第一歩としてPEPPの購入ペースの変更、将来的にはPEPPは廃止した上でAPPに購入額を振り分けるということも考えられる。
また、ECBは18年ぶりの戦略修正に着手しており、物価目標の定義修正と気候変動問題に関する行動計画が主な論点となった。後者に関しては、政治や議会が一義的な責任を負うが、ECBも責務の範囲内で貢献すべきとの見方を示しており、中銀の新たな試みとして経済・金融システムを通じて物価安定にもたらす影響も含めて今後も市場の注目を集める題材となる。

	本 邦	海 外
7月16日(金)	・日銀金融政策決定会合	・米6月小売売上高 ・米7月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・ユーロ圏5月貿易収支 ・ユーロ圏6月HICP(確報)
19日(月)	—————	—————
20日(火)	・6月全国CPI	・米6月住宅着工件数
21日(水)	・6月貿易収支 ・日銀金融政策決定会合議事要旨(6月会合分) ・6月工作機械受注(確報)	—————
22日(木)	—————	・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米6月中古住宅販売件数 ・米6月シカゴ連銀全米活動指数 ・米7月カンザスシティ連銀製造業活動指数
23日(金)	—————	・ユーロ圏7月製造業/サービス業PMI(速報)

【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. 「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～

「金利」に主眼を置く基本シナリオは不変

本欄では今年度の為替相場に関し「ワクチン接種に優れる米国は経済・金融情勢の改善が早く、それゆえに金融政策の正常化並びに米金利の上昇も見込めるためドルは必然的に買われやすい」という比較的シンプルな見通しを堅持してきた。この基本認識は全く変わっていない。もちろん、今後、ウイルスが変異を重ね既存ワクチンで手に負えないほどの事態に陥り、再び米国の主要都市部でも都市封鎖が実施されるようなことがあればこのシナリオの限りではないが、現時点でそこまでのシナリオを提示する材料はない（全くないわけではないがメインシナリオとして扱うほどではない）。こうしたドル高見通しは言ってみれば、（とりわけ米国の）「金利」に主眼を置いたシナリオである。

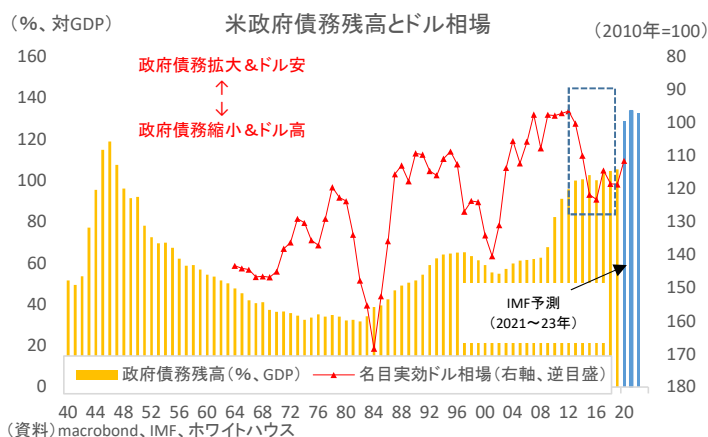
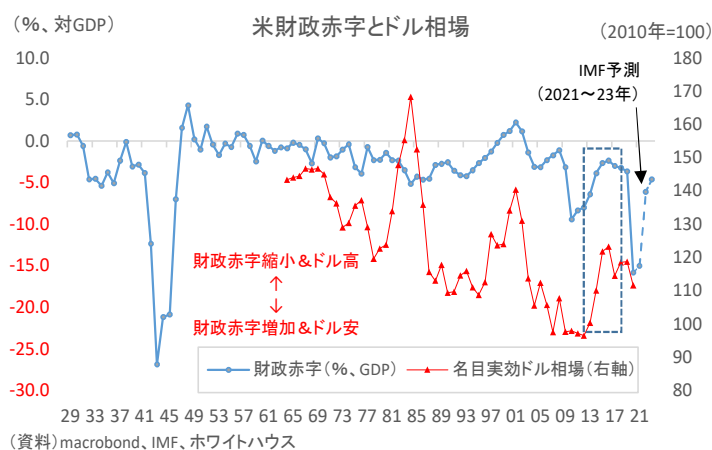
「需給」でドル安の考え方

片や、市場にはドル安シナリオを予想する向きもある。そうしたシナリオでは「金利」ではなく「需給」に主眼を置いていることが多いようだ。ここで言う「需給」とは米国の巨大な財政赤字や経常赤字を念頭に置いたものであり、いわゆる「ドルの過剰感」を基軸としてドルの減価を予想する立場である。昨年の本欄も正にこのシナリオに沿って予想を立てた。とりわけ財政赤字の対 GDP 比とドル名目実効為替相場（NEER）の安定した関係性に沿って 2020 年はドル安を予想

し、実際にこれはその通りになった。2020 年通年でドル NEER は▲6%ほど下落している。もちろん、第二次世界大戦直後に匹敵する財政赤字の規模を思えば、下落幅はもっと拡大しても不思議ではなく、「ドルに下げ余地がある」と考える立場も一理ある。だが、図示されるように、2022 年以降の財政赤字縮小が急改善に向かう姿が見えている中、ドル安に賭けるのも勇気は要る。

「財政赤字の規模を思えば、下落幅はもっと拡大しても不思議ではない」という主張は、フローの財政赤字よりもストックの政府債務残高に着目した議論と言える。もちろん、財政赤字（フロー）の結果として政府債務残高（ストック）は積み上がるが、ドル相場との関係性は不安定さも残る。例えば、前回の正常化プロセスでは政府債務残高がリーマンショック後から高止まりしていてもドル相場は急騰してきた（図、点線四角部分）。一方、この時、フ

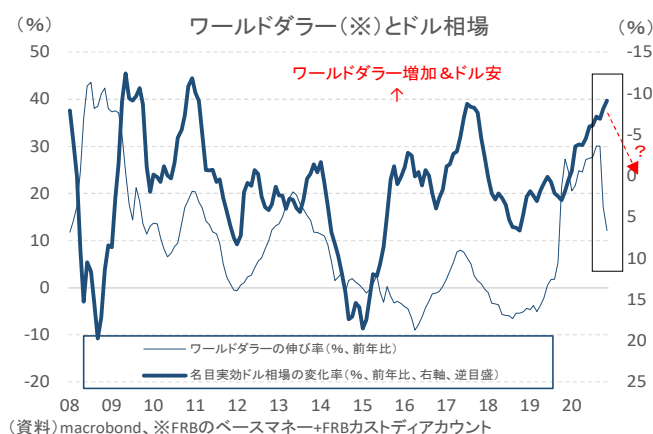
ローの赤字は改善傾向にあり、実際にドル高が進んだ（前掲図、点線四角部分）。政府部門の赤字という論点に関して言えば、ドル NEER はストックよりもフローの方向感に反応しやすいのではないか。



ワールドダラーを見る意味

敢えてストック概念に拘るのであれば、ワールドダラーはドル NEER と安定した関係にあったように見える。ワールドダラーは FRB のベースマネーとニューヨーク地区連銀が海外金融当局等の代理で保有する米国債残高（カストディ・アカウント）の合計を世界のドルの総量と見立てる計数である。要するにそれ自体はストック概念である。だが、上述したような巨額財政赤字を（事実上）ファイナンスする存在として FRB

による大規模資産購入があり、これがベースマネーの増加に繋がっている側面がある。図示されるように、ワールドダラーの変化率とドル NEER は安定した関係があるが、「ワールドダラーの変化率」はベースマネーの伸びにけん引されている部分が大きく、それ自体は FRB の量的緩和規模や、その背後にある（フローの）財政赤字の規模と無関係ではない。ワールドダラーの変化率が今後のドル NEER の上昇を示唆するのは、前頁図（上）と同じことを言っているに等しいだろう。やはり ドル NEER の方向感を見定める上ではストックよりフローの議論の方が有用に見受けられ、そうだとすればドル NEER は今後上がる方に賭けた方が無難に思える。



「金利のある世界」でかすむ「需給」

とはいえ、ドル相場を見通すにあたって「需給と金利のどちらを重視すべきか」に正答は無い。巨大な財政赤字や政府債務残高の存在を理由にドル下落を予想すること自体、誤りではない。問題は「財政赤字が拡大する傍らで金利が上昇するとした場合、本当に為替市場は金利を無視して、赤字を理由にドル売り続けるのか」という話である。筆者はそう考えていない。2020 年のように「金利の無い世界」が常態化する局面では、確かに「需給」のような論点は説明力を持ちやすいのだと思う。これは、「それしかするものがない」からという側面もあるように思う。2020 年、対ドルで最も買われた通貨は人民元、ユーロ、日本円だった。この 3 通貨が世界 3 大経常黒字国であったことは偶然ではないと筆者は考えている。2021 年から 2022 年にかけてはあくまで世界が正常化に向かう局面であり、それは「金利の無い世界」から「金利のある世界」へ移行する局面でもある。世界経済が回復基調にあり、民間部門の投資意欲が復元されることを前提とすれば、「金利」に照らして相対的に投資妙味がある通貨から評価されるのが自然ではないか。FRB の正常化プロセス進展を踏まえれば、それはやはりドルになると筆者は考える。

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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(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～)
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方～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」～中長期的に拮据する「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しを示す新興国の憂鬱
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～