

## みずほマーケット・トピック(2021年8月20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: FOMC 議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～

### 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/円相場は週後半に高値をつけた。週初16日、109.60円付近でオープンしたドル/円はドル売りが継続し、じり安の展開。海外時間もその流れは変わらず、8月NY連銀製造業景気指数が事前予想を大幅に下回ったことやアフガニスタン情勢を巡る懸念を背景としたリスク回避の円買いが強まり、週安値の109.12円まで続落した。17日、ドル/円はリスク回避地合いが継続し109円台前半での横ばいだったが、その後は米金利上昇を受けたドル買いや対欧州通貨でドル買いが進んだことを受けて上昇し、109円台半ばまで上昇した。18日、ドル/円は109円台半ばを中心に狭いレンジで推移するも、海外時間で米金利が上昇する中、FOMC議事要旨を控えたポジション調整から110円台前半まで回復。その後、FOMC議事要旨ではハト派寄りな内容が示されると、ドル/円は下落に転じ、再び109円台後半まで押し戻された。19日、ドル/円は仲値にかけて値を上げて一時週高値の110.22円をつけるも、その後は米金利の低下を受けて109円半ばまで反落した。本日のドル/円は109円台半ば付近での取引が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は年初来安値を更新した。週初16日、1.1795でオープンしたユーロ/ドルはアジア時間に週高値の1.1800をつけるも、アフガニスタン情勢に伴うリスク回避の動きが強まり、1.17台半ばまで下落。その後小幅に反発するも上値重く推移していたが、その後は米長期金利上昇に伴うドル買い圧力に押されて、1.17付近まで急落した。18日、1.17台前半でじり安の動きとなった中、ユーロ/ドルは昨年11月以来となる1.17を割り込んだ。その後はFOMC議事要旨の内容を受けて、ユーロ/ドルは1.17台半ばまで値を戻した。19日、ユーロ/ドルは米株安を意識したリスク回避のドル買いに押され1.1666まで下落し、連日年初来安値を更新する展開が続いた。本日のユーロ/ドルも軟調地合いは続いており、1.16台後半での取引が続いている。

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			
		8/13(Fri)	8/16(Mon)	8/17(Tue)	8/18(Wed)	8/19(Thu)
ドル/円	東京9:00	110.41	109.62	109.30	109.54	109.85
	High	110.46	109.75	109.65	110.07	110.22
	Low	109.55	109.12	109.12	109.48	109.49
	NY 17:00	109.61	109.26	109.59	109.76	109.78
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1736	1.1795	1.1777	1.1709	1.1703
	High	1.1804	1.1800	1.1785	1.1743	1.1715
	Low	1.1730	1.1767	1.1707	1.1694	1.1666
	NY 17:00	1.1794	1.1776	1.1708	1.1709	1.1677
ユーロ/円	東京9:00	129.57	129.24	128.67	128.29	128.54
	High	129.67	129.35	128.86	128.94	128.69
	Low	129.24	128.50	128.27	128.23	127.94
	NY 17:00	129.29	128.67	128.32	128.53	128.18
日経平均株価	27,977.15	27,523.19	27,424.47	27,585.91	27,281.17	
TOPIX	1,956.39	1,924.98	1,915.63	1,923.97	1,897.19	
NYダウ工業株30種平均	35,515.38	35,625.40	35,343.28	34,960.69	34,894.12	
NASDAQ	14,822.90	14,793.76	14,656.18	14,525.91	14,541.79	
日本10年債	0.02%	0.01%	0.01%	0.010%	0.01%	
米国10年債	1.28%	1.27%	1.27%	1.26%	1.24%	
原油価格(WTI)	68.44	67.29	66.59	65.46	63.69	
金(NY)	1,778.20	1,789.80	1,787.80	1,784.40	1,783.10	

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、26日(木)～28日(土)に、ジャクソンホール経済シンポジウムが開催予定。今週18日(水)に公表されたFOMC議事要旨(7月会合分)では、デルタ株の感染拡大が確認されているものの、経済の回復は順調とされた。それに付随して量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に関する議論も本格化している。議事要旨によれば、ほとんどの参加者は今年中に購入額の減額を始めることが適当と判断したが、数人の参加者は労働市場の回復が道半ばであるとして金融政策を通じた支援の必要性を述べた。また、事前に報道されていたように今年中に開始すべきといった立場の中でも、どの段階でテーパリングを開始するかといった見解には違いが見られている。パウエルFRB議長はFOMC後の会見で労働市場はいくつかの着手すべき問題があると指摘しており、夏場にかけての雇用動向を確認したいと言及していた。さらに、ブレイナードFRB理事は雇用統計を含めた9月の指標を待ちたいと発言しており、11月のFOMC以降での決定を示唆している。こうした内容からもFOMCメンバーの労働市場の回復状況への注目度が相応であるものとみられる。8月雇用統計の発表はジャクソンホール経済シンポジウムの1週間後となる9月3日(金)であるため、パウエルFRB議長の発言を勘案すれば、今回会合にて具体的な時期が明言されることは考えにくい。とは言え、その後の8月雇用統計で明確な改善が見られる場合において、今年中のテーパリング開始を主張するメンバーが多数であることから議論が急速に進展し、テーパリング開始が早期化する可能性に警戒したい。
- 欧州では23日(月)にユーロ圏8月PMI(速報)が公表予定である。7月総合PMIは60.2と5か月連続で上昇する結果となった。内訳を見ると、製造業が62.8でサービス業は59.8となった。製造業に関しては4か月ぶりの低下となったものの、依然高水準を維持した。減速の要因としては需要面よりも半導体不足などの供給制約が影響を与えた可能性が指摘された。供給制約による投入コストの上昇も報告されており、原材料不足、物流の停滞やサプライチェーンの正常化が今後の課題となっている。サービス業に関しては、5か月連続で改善しており、ワクチン接種の進展によって各国の制限措置が緩和されている状況と整合の取れた動きとなった。とは言え、域内各国で差が出ている点には注意が必要であり、7月にデルタ株の感染拡大が確認されたフランスなど6月と比較して悪化した国も見られた。活動制限措置の緩和によって、今年前半に見られた製造業とサービス業の業種間格差は徐々に解消されつつあるが、デルタ株の感染拡大は引き続き大きなリスク要因であり、先行きに関して楽観視する向きは徐々に薄れていくものと考えられる。なお、ブルームバーグでは8月の結果に関し、総合が59.6、製造業、サービス業をそれぞれ62.8、59.8と予想している。

	本 邦	海 外
8月20日(金)	・7月全国CPI	—————
23日(月)	・8月製造業/サービス業PMI(速報)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏8月製造業/サービス業PMI(速報)</li> <li>・ユーロ圏8月消費者信頼感指数</li> <li>・米7月中古住宅販売件数</li> </ul>
24日(火)	・パラリンピック開幕	・米7月新築住宅販売件数
25日(水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・6月景気動向指数(確報)</li> <li>・7月工作機械受注(確報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米7月製造業受注(速報)</li> <li>・独8月IFO企業景況感指数</li> </ul>
26日(木)	・7月企業向けサービス価格指数	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏ECB政策理事会議事要旨(7月会合分)</li> <li>・米ジャクソンホール経済シンポジウム(28日まで)</li> </ul>
27日(金)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米8月ミシガン大学消費者マインド(確報)</li> <li>・米7月個人所得</li> </ul>

### 【当面の主要行事日程(2021年8月～)】

- 米ジャクソンホール経済シンポジウム(8月26～28日)
- ECB政策理事会(9月9日、10月28日、12月16日)
- 日銀金融政策決定会合(9月21～22日、10月27～28日、12月16～17日)
- FOMC(9月21～22日、11月2～3日、12月14～15日)

### 3. FOMC 議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～

#### 正常化プロセスは視界良好

一昨日に公表された FOMC 議事要旨（7 月 27～28 日開催分）は量的緩和の段階的縮小（テーパリング）が順当に進みそうなことを確認するものだった。もちろん、当該会合が実施されて以降、デルタ株の感染拡大は勢いを増しており、最終決定まで予断は許さない。しかし、既定路線を揺るがすほどの話にはなっておらず、本欄や『中期為替相場見通し』で想定するパスは不変で問題ないと考えたい。

メンバーの抱える現状に対する問題意識および展望を最も良く示すのは以下の部分だろう：

- Most participants judged that the Committee's standard of "substantial further progress" toward the maximum-employment goal had not yet been met. At the same time, most participants remarked that this standard had been achieved with respect to the price-stability goal

殆ど (most) のメンバーが「2つの責務 (dual mandates)」に関し、「物価の安定」は実現されている一方、「雇用の最大化」は実現されていないと考えているとある。つまり、7月時点でテーパリングに踏み切れなかった理由は雇用情勢にあり、物価情勢についてはもはや障害にならないという趣旨である。

その後、やはり殆ど (most) のメンバーが「米国経済が見通し通りに推移すれば、年内にテーパリングを開始することが適当」との判断を示したとされている。この際、数名 (several) のメンバーからは雇用情勢への不安はもちろん、物価情勢に関しても不透明感が拭えないことから「来年の早いうち (early next year)」が適当であるとの意見もあったようだが、結局、「年内か年明け直後か」という程度の話にも見受けられ、「正常化プロセスへの着手」で意見集約されていることは間違いない。今週 17 日の講演でパウエル FRB 議長はデルタ変異株が経済に著しい影響を及ぼすかどうかについて言質を与えておらず、最終的にはジャクソンホール経済シンポジウム（8 月 26～28 日）のトーンを推し量る必要があるものの、金融政策運営が大きく修正される可能性は今のところ見受けられない。視界良好である。

#### テーパリングの着地点は 2021 年前半か？

注目は「テーパリングの可否」ではなく「テーパリングのペース」に移る。 今回の議事要旨ではこの点に関するヒントも見られ、多く (many) のメンバーが「利上げの条件が満たされる前に資産買入れを終了しうることの潜在的な便益 (potential benefits)」を指摘したとある。それと同時に、テーパリング開始と利上げ開始の条件は分けて考えるべきという点も指摘されている。あくまでテーパリングと利上げは別の次元で考えるべきとの強い主張が見られ、近々決定されるテーパリングの直後に利上げ観測がにわかに高まることを警戒している様子が窺い知れる。ちなみに、数名 (several) のメンバーからはテーパリングの早期開始によってペースを緩やかにすることが可能であり、市場への過剰な引き締め影響も緩和されるとのメリットが言及されている。こうした意見も近々のテーパリング決定を支持するだろう。

「緩やかなペース」がどの程度を指しているのかによってテーパリングの着地点が見えてくるが、例えば前回（2013 年 12 月～2014 年 10 月）は月間 850 億ドルの資産購入を 100 億ドルずつ減少させ、計 10 か月間かけてテーパリングが行われた。しかし、過去の本欄でも繰り返し述べているように、前回と今回では景気の回復軌道が違い過ぎる。 緩やかに悪化し緩やかに回復した前回に対し（もっとも当時としてはそれでも急激と言われていたが）、今回は急激な悪化と回復を 1 年で経験している。正常化プロセスの遅

延がインフレ高進に結びつく懸念も今回の方が遥かに大きいはずであり、月間 100 億ドルずつというペースはあまりにも小さいように感じられる。現在、FRB は米国債で 800 億ドル、政府機関債および住宅ローン担保証券 (MBS) で月 400 億ドル、計 1200 億ドルの月間購入を続けている。今年 10 月から起算して、テーパリングペースが 150 億ドルずつならば 8 か月後 (2021 年 6 月)、200 億ドルずつならば 6 か月後 (2021 年 4 月) に完了する。漠然とした着地点として「2021 年前半」が想像される。なお、現行の資産購入は特定部門への資金配分を意図していないとの思惑から、国債と MBS の購入は比例的に同時に減少させるというのが殆ど (most) のメンバーの意見とされている。

### 「8 月雇用統計、+70 万人」が 1 つの目線に？

もちろん、数名 (several) のメンバーは、今後の感染動向次第では資産購入ペースの適切な軌道に関して再考する可能性を示唆している。これは米国に限らず万国共通のリスクであり言及せずとも認知されている論点だろう。いずれにせよ、テーパリングに関し「9 月決定、早ければ 10 月着手、遅くとも年内着手」は本欄や『中期為替相場見通し』で想定する通りであり、冒頭述べたように、議事要旨を受けても見通



しのパスは不変である。過去の本欄<sup>1</sup>でも議論したように、8 月初頭、ウォラーFRB 理事は「向こう 2 回分 (※7 月と 8 月) の雇用統計が自分自身の予想通りになれば、2022 年の利上げに向けた体制を整えるため、テーパリングに早期に着手し、迅速に進める必要がある」と述べた。これは 7 月と 8 月の 2 か月間で雇用が 160~200 万人増加した場合、失われた雇用の 85% が 9 月までに回復したことを意味し、テーパリングを長引かせる理由はないという説明だった。既に 7 月は+94 万人の増加を果たしたので、8 月は+70 万人弱の増加でウォラー理事の想定が実現する。昨日発表された新規失業保険申請件数 (8 月 14 日までの 1 週間が対象) は 34.8 万件と約 1 年 5 か月ぶりの低水準を記録している (図)。それはすなわちコロナショック後の最低水準であり、8 月雇用統計も期待が持てそうである。

とはいえ、仮に 8 月雇用統計が弱い結果だったとしても、意思決定のタイミングが 1~2 会合ずれるだけの話であり、為替相場の大勢を議論する上では差し支えないだろう。引き続き今後 1 年間に関しては、米金利とドルの相互連関的な上昇が続くとの基本認識を維持したい。

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](mailto: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。

<sup>1</sup> 本欄 2021 年 8 月 10 日号『米 7 月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～』をご参照下さい。

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](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8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見直し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
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いうイェレン長官の存在～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～イェレン長官の思惑は～
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」～中長期的に広がる「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～