

みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 24 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 を終えて～既定路線と化した「22～23 年の利上げ」～	

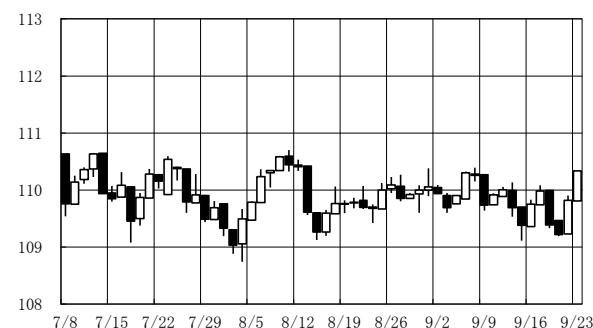
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に上昇した。週初 20 日、110 円付近でオープンしたドル/円は日本・中国本土が休日で薄商いの中、中国不動産大手企業を巡るデフォルト懸念を背景にリスク回避の動きが強まり、109 円台前半までじり安の動きとなった。21 日、ドル/円は中国市場の信用不安が燃える中、実需フローにサポートされ海外時間で 109 円台後半まで小幅に上昇も、その後はドル売りに転じ、米株の軟調推移を背景に 109 円台前半まで続落した。22 日、ドル/円はオープン直後に一時週安値の 109.12 円をつけた後、米国時間に FOMC を控える中、様子見ムードとなり狭いレンジでの推移が継続した。海外時間では FOMC 声明文にて早期のテーパリング開始が示唆され、パウエル FRB 議長の会見がこれまでになくタカ派であったと受け止められ、ドル買いが加速して 109 円台後半まで急上昇した。23 日、ドル/円は前日の FOMC の結果を受けたドル買い地合いが継続。米株の堅調推移にじり高の展開で一時週高値の 110.35 円まで上値を伸ばした。本日のドル/円も前日の高値を更新する展開が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は概ね堅調な値動きとなった。週初 20 日、1.1730 付近でオープンしたユーロ/ドルは中国不動産大手企業の信用不安を受けリスク回避の動きが強まり、欧州株の軟調推移に下値を切り下げたが、その後は米長期金利低下を受けたドル売り圧力もあって値を戻した。21 日、リスク心理の改善が見られないながらも、1.17 台半ばまで上値を伸ばしたが、その後はリスク回避のドル買い圧力に押され 1.17 台前半まで反落した。22 日、ユーロ/ドルは一時週高値の 1.1756 をつけたが、その後の FOMC の結果を受けてドル買いが強まり、一時 1.16 台後半まで急落した。23 日、ユーロ/ドルは前日の流れを引き継ぎ、1.1684 と前日の週安値を更新したが、その後は欧米株の堅調推移にサポートされて 1.17 台前半まで値を戻した。本日のユーロ/ドルは 1.17 台半ばでの取引となっている。

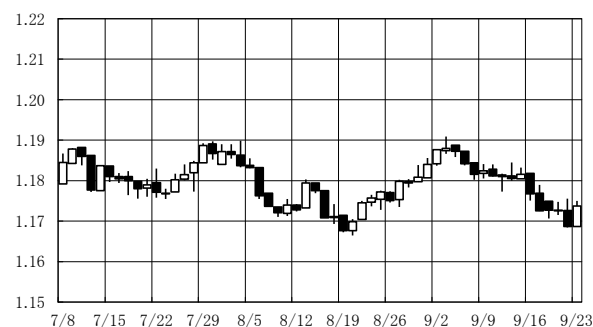
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		9/17(Fri)	9/20(Mon)	9/21(Tue)	9/22(Wed)	9/23(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.70	109.97	109.43	109.16	109.82
	High	110.08	110.03	109.70	109.90	110.35
	Low	109.67	109.33	109.19	109.12	109.76
	NY 17:00	109.98	109.39	109.22	109.82	110.33
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1765	1.1729	1.1727	1.1723	1.1688
	High	1.1789	1.1736	1.1748	1.1756	1.1750
	Low	1.1724	1.1700	1.1715	1.1685	1.1684
	NY 17:00	1.1726	1.1728	1.1726	1.1687	1.1738
ユーロ/円	東京9:00	129.04	129.02	128.30	127.93	128.35
	High	129.67	129.03	128.70	128.78	129.54
	Low	128.94	128.16	128.00	127.93	128.35
	NY 17:00	128.98	128.27	128.08	128.40	129.52
日経平均株価		30,500.05	-	29,839.71	29,639.40	-
TOPIX		2,100.17	-	2,064.55	2,043.55	-
NYダウ工業株30種平均		34,584.88	33,970.47	33,919.84	34,258.32	34,764.82
NASDAQ		15,043.97	14,713.90	14,746.40	14,896.85	15,052.24
日本10年債		0.04%	-	0.04%	0.03%	-
米国10年債		1.36%	1.31%	1.33%	1.30%	1.43%
原油価格(WTI)		71.97	70.14	70.49	72.23	73.30
金(NY)		1,751.40	1,763.80	1,778.20	1,778.80	1,749.80

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、1日(金)に9月ISM製造業景気指数が公表される。前回8月の結果はそれぞれ59.9と8月と比較して0.4ポイント上昇し、市場予想の58.5も上回った。内訳をみると、新規受注指数が66.7と、3か月ぶりに上昇し、受注残指数は、68.2まで上昇した。一方、雇用指数は雇用の指数は49.0と、昨年11月以来の水準にまで低下した。製造業全体が原材料価格や人件費の上昇に伴って、供給が遅れている状況と整合的な内容となった。8月は18業種中のうち15業種で活動の拡大が報告された。特に家具やコンピューター、機械部門の伸びが目立った。一方、非製造業景気指数は5日(火)に公表予定。8月の結果は61.7と過去最高水準となった7月(64.1)からは減速したが、引き続き堅調なペースでの活動拡大を示唆する結果となった。なお、ブルームバーグの予想では、9月の結果をそれぞれ59.5、60.3としている。
- 欧州では26日(日)にドイツ連邦議会選挙が開催される。メルケル後のドイツないしEUの舵取り役を決める位置付けとなる。政党支持率は「ドイツ社会民主党(SPD) > キリスト教民主同盟(CDU) > 緑の党」の序列となりそうだが混戦が予想され、どの政党も単独過半数を取れないことが濃厚である。政党支持率の高低はそのまま党首支持率の高低、すなわち「誰がメルケル首相の後継者に相応しいか」という民意の表れでもあり、この点ではシュルツ SPD 党首は連立パートナー党首として副首相兼財務相を手堅くこなしてきた経験が買われている。他党にはこれを覆せる候補がいない状況である。また、次善策としての連立協議すら難渋することも確実な情勢となっており、連立組み合わせに関しては、現時点でメインシナリオすら立っていない。「終わってからの連立協議」が第2ラウンドとして控えているイベントと理解しておくべきで、前回選挙で半年かかった連立協議は今回も繰り返される恐れもある。
- 本邦では、1日(金)に日銀短観(9月調査)が発表予定。前回6月調査では、大企業製造業業況指数(DI)が3月調査から9ポイント上昇して14となり、4期連続の改善。DIの水準は18年12月以来の水準となった。プラスに転じる結果となった。非製造業DIは1と2ポイントの改善にとどまったが20年3月調査以来5四半期ぶりにプラスを回復した。先行き判断に関しては、大企業製造業13、非製造業は3となった。ワクチン接種の進展への期待が反映された格好となった。なお、9月調査に関しては、6月時点よりもワクチン接種は更に拡大したが、緊急事態宣言の延長も相まって経済活動の正常化への動きは遅れており大きな改善を見込むことは難しい。ブルームバーグの事前予想では大企業製造業DIを13、非製造業DIを5と見込んでいる。その他、30日(木)には、8月失業率及び有効求人倍率の公表を控える。政治関連では、29日(水)に自民党総裁選挙が実施される。

	本 邦	海 外
9月24日(金)	・8月全国CPI ・9月製造業/サービス業PMI(速報)	・米8月新築住宅販売件数
27日(月)	・7月景気動向指数(確報)	・米9月ダラス連銀製造業活動指数
28日(火)	—————	・米9月消費者信頼感指数
29日(水)	・自民党総裁選挙	・ユーロ圏9月消費者信頼感指数
30日(木)	・8月小売売上高 ・8月鉱工業生産(速報) ・8月有効求人倍率/失業率	・ユーロ圏8月失業率 ・ユーロ圏9月消費者物価指数(速報) ・米4～6月期GDP(確報) ・米4～6月期コアPCEデフレーター(確報)
10月1日(金)	・日銀短観(9月調査)	・米9月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米9月ISM製造業景気指数

【当面の主要行事日程(2021年9月～)】

ドイツ連邦議会選挙(9月26日)
 自民党総裁選挙(9月29日)
 日銀金融政策決定会合(10月27～28日、12月16～17日、1月17～18日)
 ECB政策理事会(10月28日、12月16日、1月20日)
 FOMC(11月2～3日、12月14～15日、1月25～26日)

3. FOMC を終えて～既定路線と化した「22～23 年の利上げ」～

極めて順調な正常化プロセス

注目された 9 月 21～22 日の FOMC は現状維持を決定したが、会合後のパウエル FRB 議長による記者会見では量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を 11 月に決定すること、それが 2022 年半ばに完了する見通しであることまで示唆された。さらにメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）では利上げ着手の時期に関し、従前の 2023 年以降ではなく 2022 年中への前倒しが示唆されている。懸案の中国恒大集団の債務問題に関しては「信用の経路を通じて世界の金融環境に影響を与えるという心配はあるだろう」とパウエル議長からの懸念も示されたものの、最終的には「中国特有のものに思える。米国は直接の投融資は多くない」と整理されており、基本シナリオを修正するには至っていない。一昨日の本欄でも議論したように、同問題はリーマンショック型の急性的なダメージではなく、慢性的なダメージを中国経済にもたらしていくことが予想される。いずれにせよ良い話ではないが、既に中国政府が公的救済に動き始めていることも踏まえ、夏前から固めてきた既定路線を修正する話にはなり得ないのだろう。

今後、月間 1200 億ドルの資産購入を 2022 年 6 月末にゼロに持っていくとした場合、年明け以降、月 200 億ドルずつ減らしていくか、2022 年の 1・3・4・6 月の 4 会合に関して 300 億ドルずつ減らしていくか、それとも今年の 2 会合（11 月・12 月）も含めた 6 会合を使って減らしていくかなど、いくつかのパターンが考えられる。テーパリングの起点に関しては年明けと言わず今年 11 月や 12 月という可能性も十分考えられ、厳密には来年 6 月末より若干早いタイミングで完了できる可能性もある。とはいえ、着手時期などは大事の前の小事であり、デルタ変異株や恒大問題など、不測の事態に直面したものの、正常化プロセスは大筋として極めて順調な時間軸で進んでいると言えるだろう。

既定路線と化した「22～23 年の利上げ」

ドットチャートから確認される正常化プロセスのペースも順調そのものである。2021 年末に関して「利上げ無し（0.00～0.25%）」は 18 名で据え置きだが、2022 年末に関しては「利上げ無し（0.00～0.25%）」が 11 名から 9 名へ減少し、「1 回利上げ（0.25～0.50%）」

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	2024	Longer run
Jun-20	0.125%	0.125%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-20	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Dec-20	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Mar-21	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Jun-21	0.125%	0.125%	0.625%	n.a.	2.500%
Sep-21	0.125%	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%

(資料)FRB

が 5 名から 6 名へ、「2 回利上げ（0.50～0.75%）」が 2 名から 3 名へ増加している。これにより 2022 年に関する予想中央値は「1 回利上げ」に変わったことが今回の大きな変化である。とはいえ、あくまで中央値の話であり、2022 年に関しては未だ「利上げ無し派」と「利上げあり派」が拮抗しているのが実情だろう。ヘッドラインが示唆するほど「2022 年利上げ前倒し」は盤石とは言えない。

一方、2023 年末に関しては「利上げ無し」を意味する「0.00～0.25%」が 5 名から 1 名に減っている。要するに、「2022 年も 2023 年も利上げ無し」と考えるメンバーはもはや主流ではなく、2022 年以降の利上げは既定路線である。これが今回の FOMC に関する最重要ポイントだろう。その上で「0.25～0.50%」が 2 名から 4 名へ、「0.50～0.75%」が 3 名で横ばい、「0.75～1.00%」が 3 名から 1 名へと変化している。恐らく、2023 年に関してこうした「0.00～1.00%」のレンジで政策金利を予想する 9 名のメンバーが「2022 年は利上げ無し」と予想する 9 名なのだと推測される。さらに深読みすれば、この 9 名に限る

と、「2023 年利上げあり」と考えているのが 8 名で、そのうち 4 名が 1 回利上げ、3 名が 2 回利上げ、1 名が 1 回利上げとなっていることが見えてくる。「2022 年に利上げをしなくても、2023 年に複数回の利上げが必要になる」というメンバーが 4 名いることは興味深い。

残る 9 名は「2022 年も 2023 年も利上げあり」と予想するメンバーであり、「1.00～1.25%」が 6 名、「1.50～1.75%」が 3 名となっている。つまり、最もタカ派なメンバーで 2022 年に 2 回、2023 年に 4 回、計 6 回の利上げを予想していることになる。FOMC は年 8 回なので、最もタカ派なメンバーでも 2023 年に関して「2 会合に 1 回」を適当な利上げペースと考えていることになる。これは前回利上げ局面のペースと比較しても違和感はない。ありそうな展開としては「2022 年 12 月に 1 回利上げ、2023 年以降は 2 会合に 1 回利上げ」という軌道だろうか。

ドル/円相場見通しへの影響：テーマは「量」から「金利」へ

本欄や『中期為替相場見通し』への影響は全くない。8 月雇用統計後、本欄ではテーパリングに関し「11 月決定、12 月開始、2022 年 6 月完了」で考えてきた（8 月雇用統計までは 9 月決定と考えてきた）。現実にはほぼその通りになっている。開始時期については 11 月、12 月、1 月などいろいろな考え方はあり得る

FRB の経済見通し(大勢見通し、%)、※2021年9月時点

	2021	2022	2023	2024	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	5.5～6.3 (6.3～7.8)	3.1～4.9 (2.6～4.2)	1.8～3.0 (1.7～2.7)	1.8～2.5	1.6～2.2 (1.6～2.2)
失業率 (6月時点)	4.5～5.1 (4.2～5.0)	3.0～4.0 (3.2～4.2)	2.8～4.0 (3.0～3.9)	3.0～4.0	3.5～4.5 (3.5～4.5)
PCEインフレ率 (6月時点)	3.4～4.4 (3.0～3.9)	1.7～3.0 (1.6～2.5)	1.9～2.4 (1.9～2.3)	2.0～2.3	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	3.5～4.2 (2.7～3.3)	1.9～2.8 (1.7～2.5)	2.0～2.3 (2.0～2.3)	2.0～2.4	

(資料)FRB

が、不測の事態(変異株や中国の債務問題など)が市場の拡大解釈を通じて既定路線の修正を迫る展開こそ FRB が最も避けたいものであろう。「始められるうちに始めたい」というのが胸中ではないか。パウエル議長はテーパリングのペースや完了時期は利上げのシグナルにはならないと釘を刺すが、現実問題としてテーパリングが終わらなければ利上げの議論はできない。そもそも、今回、パウエル議長が 2022 年半ばのテーパリング完了に言及したタイミングでドットチャートでは 2022 年利上げ着手を示唆し、2023 年に 4 回利上げというメンバーも出現しているのだから、FRB の「次の一手」に関するテーマは「量」から「金利」に移ったと言える。為替市場を見る上ではドル安と言うには勇気が要る局面である。

正常化プロセスが順調に進んでいる割にドル/円相場の反応が薄いのはひとえに米金利の動きが鈍いからである。しかし、今後は実際に債券購入額が減ってくる中で実体経済の改善も続くのだとすれば、やはり米金利は上昇方向に賭けておくのが無難である。また、予測期間にわたって個人消費支出(PCE)デフレーターがコアベースで 2%を安定的に超えることが予想される中で、長年目にしていない構図ではあるが、「景気を安定化させるために利上げが必要」という状況が極まっていく可能性も考えられる。いずれにせよ、未だに行動制限の可否を議論している日本との差は非常に大きく、それは今後 1 年間、ドルと円の力関係にはっきりと表れてくると筆者は考えている。

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9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
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(「ドル安見通し」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年上半年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