

みずほマーケット・トピック(2021 年 11 月 12 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: 本邦 10 月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～

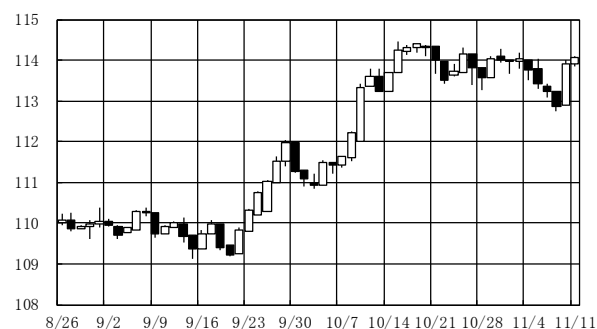
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に高値を記録した。週初 8 日、113.50 円付近でオープンしたドル/円はじり高に推移し上値を伸ばすも、海外時間にクラリダ FRB 副議長のハト派な発言を受け米長期金利が低下、ドル/円も 113 円台前半まで下落。その後は米金利が上昇に転じると下げ止まり、113 円台前半で小動きとなった。9 日、ドル/円は株式市場や米金利の軟調推移を背景に一時週安値の 112.73 円まで続落。海外時間に一時 113 円台前半まで回復も上値は重く、その後は米金利低下に伴うドル売り圧力に押され再び 112 円台後半まで値を下げた。10 日、112 円台後半で軟調に推移していたドル/円は、海外時間に公表された米 10 月 CPI の力強い結果に米長期金利が上昇。ドル/円も急上昇し、114 円を上抜けたが、その後は米株の下げ幅拡大を受け 113 円台後半まで軟化した。11 日、ドル/円は前日のドル買いの流れが継続、一時週高値の 114.15 円まで上値を伸ばすも、一巡後はポジション調整の動きから 113 円台後半まで下落。米国休場の中、狭いレンジで方向感に欠ける値動きとなった。本日のドル/円は 114 円付近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り年初来安値を更新した。週初 8 日、1.1565 付近でオープンしたユーロ/ドルは米金利上昇に伴うドル買いから 1.15 台半ば付近で軟調に推移していたが、その後はクラリダ FRB 副議長の利上げに慎重な発言や米長期金利の低下に 1.15 台後半まで上昇した。9 日、ユーロ/ドルはドル売りが優勢となって一時週高値の 1.1608 まで上値を伸ばす場面もあったが、その後は株式市場の下落を背景にリスク回避のドル買いが強まり 1.15 台後半まで下落。終日を通して 1.16 を挟んで方向感に欠ける展開となった。10 日、ユーロ/ドルはドル買いが強まり 1.15 台後半で上値の重い展開が継続。海外時間に入り発表の米 10 月 CPI の強い結果や米長期金利上昇を背景に 1.14 台後半まで急落した。11 日、ユーロ/ドルは 1.14 台後半で軟調に推移しじり安の展開。米国が休場の中、1.1443 まで下落、年初来安値を更新した。本日のユーロ/ドルも年初来安値圏付近での取引が継続している。

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				
		11/5(Fri)	11/8(Mon)	11/9(Tue)	11/10(Wed)	11/11(Thu)	
ドル/円	東京9:00	113.84	113.48	113.26	112.91	113.91	
	High	114.03	113.67	113.29	114.00	114.15	
	Low	113.30	113.08	112.73	112.78	113.81	
	NY 17:00	113.41	113.22	112.88	113.90	114.06	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1555	1.1567	1.1588	1.1595	1.1485	
	High	1.1573	1.1595	1.1608	1.1595	1.1487	
	Low	1.1514	1.1551	1.1570	1.1476	1.1443	
	NY 17:00	1.1567	1.1587	1.1596	1.1477	1.1450	
ユーロ/円	東京9:00	131.53	131.28	131.22	130.89	130.84	
	High	131.58	131.41	131.23	131.40	130.99	
	Low	130.85	130.91	130.71	130.65	130.47	
	NY 17:00	131.17	131.23	130.89	130.76	130.59	
日経平均株価		29,611.57	29,507.05	29,285.46	29,106.78	29,277.86	
TOPIX		2,041.42	2,035.22	2,018.77	2,007.96	2,014.30	
NYダウ工業株30種平均		36,327.95	36,432.22	36,319.98	36,079.94	35,921.23	
NASDAQ		15,971.59	15,982.36	15,886.54	15,622.71	15,704.28	
日本10年債		0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.07%	
米国10年債		1.45%	1.49%	1.44%	1.55%	-	
原油価格(WTI)		81.27	81.93	84.15	81.34	81.59	
金(NY)		1,818.36	1,824.18	1,831.92	1,849.60	1,863.90	

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

- 米国では本日 12 日(金)に 11 月ミシガン大学消費者マインド(速報)が公表される。10 月の結果は 71.7 と国内のデルタ株拡大は 9 月をピークに改善傾向にあるものの、前月の 72.8 から悪化した。要因としては長期化する供給制約によって物価上昇率が高止まっている点大きい。10 月時点での 1 年先のインフレ期待は 4.8%と 2008 年以來の水準まで上昇しており、実質所得環境が蝕まれたことにより消費者心理が上向かない状況に陥っていることが推測される。足許においてもインフレ抑制の目途が立たない中、ブルームバーグの事前予想によれば 11 月時点での 1 年後のインフレ期待は更に+0.1%ポイント上昇して 4.9%となることが見込まれている。また、ミシガン大学消費者マインドについても 72.5 と大きな改善はなくやや停滞感の残る予想となっている。この他、経済指標関連では 15 日(月)に 10 月小売売上高、16 日(火)に 10 月鉱工業生産の発表が予定されている。
- 本邦では 15 日(月)に 7~9 月期 GDP(速報)の発表を控える。4~6 月期 GDP(修正値、以下同様)は前期比+0.5%(前期比年率+1.9%)となり、プラス成長に転じた。主な内訳をみると、個人消費が前期比+0.8%とプラスを回復した。1~3 月期に続いて緊急事態宣言期間は継続したものの、ワクチン接種の拡大が進んだことや宣言の長期化によって人流抑制効果が従来に比べて弱くなったことなどが要因として考えられる。企業部門では、実質設備投資は前期比+2.3%と増加に転じた。コロナ禍においても景気の底打ちを背景に企業の設備投資意欲が上向きつつあることが示唆された。また、政府消費は同+0.7%とプラスを回復した。前期に続いてワクチン供給や接種による押し上げが寄与した格好となった。輸出については+2.8%の増加となった。なお、7~9 月期 GDP に関しては、再度マイナス成長に転じる可能性が指摘されている。その要因として、引き続きほとんどの期間で緊急事態宣言がまん延防止等重点措置が実施された点、新型コロナウイルスの感染急拡大によりサービスを中心に個人消費の悪化がみられた点、半導体不足をはじめ供給制約による製造業の生産下押しのほか、輸入物価の上昇に外需部門の悪化などが挙げられる。ブルームバーグの事前予想では前期比▲0.2%(前期比年率▲0.7%)と見込んでいる。その他の経済指標関連として、19 日(金)には 10 月全国 CPI が公表予定となっている。

	本 邦	海 外
11 月 12 日(金)	_____	・ユーロ圏 9 月鉱工業生産 ・米 11 月ミシガン大学消費者マインド(速報)
15 日(月)	・7~9 月期 GDP(速報) ・9 月鉱工業生産(確報) ・9 月設備稼働率	・ユーロ圏 9 月貿易収支 ・米 11 月 NY 連銀製造業景気指数 ・米 10 月小売売上高
16 日(火)	・9 月第三次産業活動指数	・ユーロ圏 7~9 月期 GDP(修正値) ・米 10 月輸出/輸入物価指数 ・米 10 月鉱工業生産
17 日(水)	・10 月貿易収支 ・9 月コア機械受注	・ユーロ圏 10 月消費者物価指数(確報) ・米 10 月住宅着工件数
18 日(木)	_____	・米 11 月フィラデルフィア連銀景況指数
19 日(金)	・10 月全国 CPI	・ユーロ圏 9 月経常収支

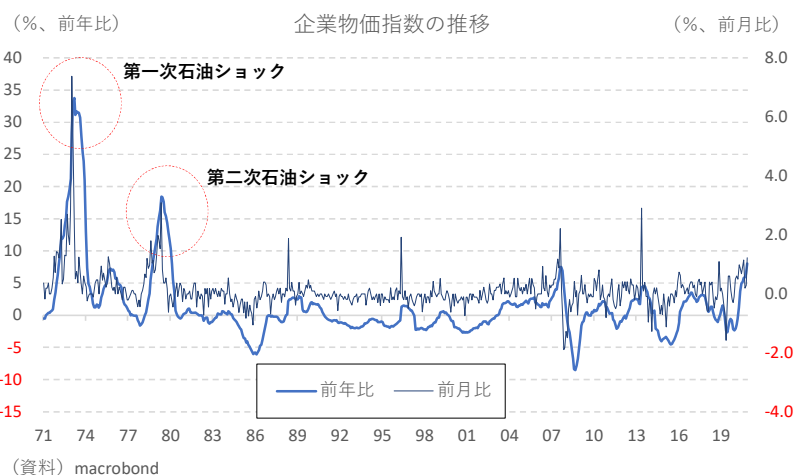
【当面の主要行事日程(2021 年 11 月~)】

FOMC (12 月 14~15 日、1 月 25~26 日、3 月 15~16 日)
 日銀金融政策決定会合 (12 月 16~17 日、1 月 17~18 日、3 月 17~18 日)
 ECB 政策理事会 (12 月 16 日、2 月 3 日、3 月 10 日)

3. 本邦 10 月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安 & 資源高の怖さ～

可視化され始めた円安 & 資源高の怖さ

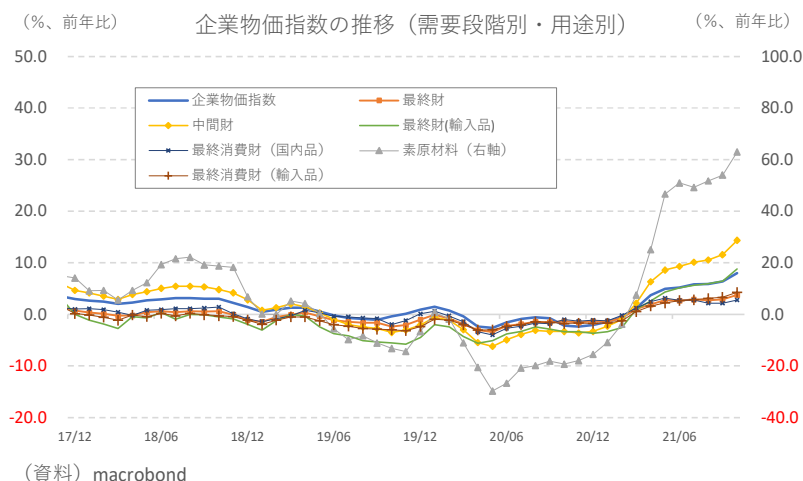
昨日、日銀が発表した 10 月の企業物価指数（PPI）は前年同月比+8.0%と第二次石油ショックの影響が色濃く出ていた 1981 年 1 月（+8.1%）以来、約 40 年ぶりの大幅上昇を記録した。前月比でも+1.2%と 2014 年 4 月以来の大幅な伸びである。円安と資源高が同時進行する怖さがいよいよ可視化され始めたと言える。なお、原油価格が 1 バレル 150 ドルに迫る勢いにあった 2008 年 7 月および 8 月でも PPI は+前年比 7.5%でピークアウト



していた。供給制約の解消に見通しが立たないこと、資源高の要因である脱炭素化の機運は途切れそうもないこと、円安と言ってもその幅はまだ限定的であることなどを踏まえると、PPI の伸びはまだ続く可能性がある。前月比（+1.4%）の寄与度内訳を見ると、ガソリンや軽油といった石油・石炭製品が+0.53%ポイント（前月比+7.9%）、鉄鋼が寄与度+0.21%ポイント（同+3.3%）、石油化学品である合成ゴムやエチレンを含む化学製品が+0.14%ポイント（同+1.7%）、非鉄金属が+0.13%ポイント（同+4.1%）と上位を占め、やはり原油や鉄鉱石といった資源価格の騰勢が鮮明に影響している。

腹切りプライスは続けられない

寄与度で上位を占めた石油・石炭製品や鉄鋼、化学製品、非鉄金属など素原材料は実体経済における上流であり、ここから中間財そして最終財といった下流に物価上昇圧力が移行してくる。この点、PPI を需要段階別・用途別に見たものが右図である。突出した素原材料の伸びは左軸の倍のスケールにした右軸で表現している。素原材料が前年比+63.0%（前月比+4.9%）と著しく伸び、中間財も前年比+14.3%（前月比+1.9%）と二桁伸び



率であるのに対し、最終財は前年比+3.8%（前月比+1.0%）にとどまっている。最終財の中でも、消費者物価指数（CPI）と関連の強い最終消費財（国内品）に至っては前年比+2.8%（前月比+0.9%）とさらに低い伸びである。一般物価への波及はまだ感じられない。

今後の焦点はこうした「素原材料や中間財のコスト」と「最終財の価格」の乖離がどれほど持続するの

かという点に尽きる。言うまでもなく、その乖離は企業部門が吸収している。「PPI が上がっても CPI が上がらない」という構図は俗に言う「腹切りプライス」での商売を余儀なくされていることを意味する。この状況が続くほど企業収益は圧迫され、雇用・賃金情勢にも悪影響を及ぼすことになる。本格的にテーマとなれば株価にも影響が及ぶだろう。なお、値上げに勤しむ企業が増えてくれば、間隙を突くように値下げでシェアを獲得しようとする企業も現れるはずである。それはデフレ経済の姿そのものである。

白日の下に晒されるリフレ政策の過ち

こうした状況は「物価が上がれば景気も良くなる」という因果を取り違えたリフレ政策の思想の過ちを白日の下に晒すことにもなる。言うまでもなく「景気が上がるから物価も上がる」のであり、その逆は根本的に誤っている。2013 年当時からそのような指摘は本欄も含めて多く展開されてきたが、「やってみなければ分からない」という空気の下で実験的な政策運営がまかり通ってきた。その間、コストプッシュ型を含めて十分なインフレは起きなかったわけだが、ここにきて恐らくは現行の政策運営において当初から望まれてきたインフレが起きそうである。政策思想の継続性を考えるならば、このインフレを繋ぐために緩和は継続だろう。確実な糊代を稼ぐために緩和が強化されてもおかしくないくらいである。

筆者は資源高が自力で止められない以上、日銀が日本経済を守るという点からもポーズであっても正常化プロセスへの意思を発信した方が良いのではないかと考える立場だが、そのような展開に至る可能性は高くないのだろう。海外中銀がすべからず正常化プロセスに関心を示し始めている今ならば、過度な円高を心配する必要もない。仮に円高に振れても限定的であろうし、むしろそうなった方が良いような経済状況とも言える。PPI と合わせて発表された輸入物価指数（円建て）は前年比+38.0%と激しい上昇を記録しているが、このコスト高を上手く吸収し、日本経済が好循環に至るという絵図は思い浮かばない。まずは為替部分でコストを抑制する努力を示す（それで円高に転じるかどうか定かではないが）くらいの動きはあっても良いのではないかと考える。逆に言うと、現状に対し打てる一手はそれくらいしかない。

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11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に触まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分))～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に触まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
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～にわかに出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の模様～
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～現実味帯びる「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	気候変動オペを受けて～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ぬ円。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～)