

みずほマーケット・トピック(2021年12月3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:FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～

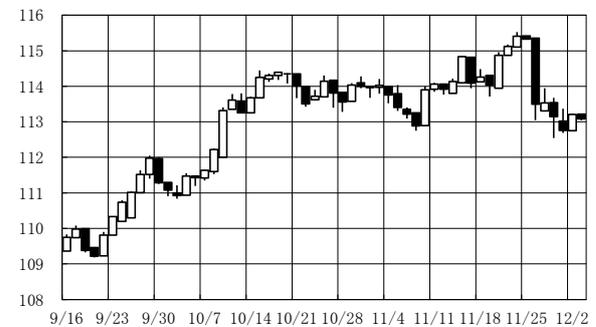
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は上値の重い展開となった。週初29日、113.75円付近でオープンしたドル/円は先週末からのリスク回避のドル売りの流れが継続、一時113円を割り込むも株式市場が持ち直し、米金利上昇や米10月住宅販売保留件数の力強い結果に週高値の113.96円まで反発した。30日、ドル/円は113円台後半での小動きだったが、オミクロン株の感染拡大懸念からリスク回避の動きが強まり、米11月コンファレンスボード消費者信頼感指数も市場予想を下回ったことを受け、10月前半以来の水準となる一時週安値の112.54円まで下落。その後パウエルFRB議長がテーパリング加速について言及したことで113円台後半まで回復も、結局113円台前半まで押し戻された。1日、ドル/円は前日のパウエル議長のタカ派的な発言を受けドル買いが継続し、113円台半ばを堅調に推移。海外時間に再びリスク回避の動きが強まり、112円台後半まで値を下げた。2日、ドル/円は株式市場の持ち直しや米長期金利の上昇を受け、113円台半ばまで上昇。その後もFRB関係者のタカ派的な発言に113円台を維持した。本日のドル/円は113円を挟んでの取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は方向感に欠ける展開。週初29日、1.1290付近でオープンしたユーロ/ドルは米長期金利上昇や米経済指標の良好な結果にドル買い優勢となり1.12台半ばまで下落。一巡後はじり高に推移し、1.12台後半まで値を戻した。30日、ユーロ/ドルはオミクロン株への警戒や米経済指標の冴えない結果が嫌気されてドルが売られ、一時週高値の1.1387まで上昇。その後はパウエルFRB議長のタカ派な発言を背景に米長期金利が上昇し、ユーロ/ドルは一転して週安値の1.1235まで急落した。1日、ユーロ/ドルは特段材料のない中で、途中上値を伸ばすも、前日のパウエル議長の発言が意識されて上値は重く、終日を通して1.13台前半を中心に方向感なく推移した。2日、ユーロ/ドルは1.13台半ば付近まで上昇も、米長期金利の反転上昇やFRB関係者による相次ぐタカ派的な発言にドル買いが再燃、1.13台を割り込む展開となった。本日のユーロ/ドルは1.13台前半での揉み合いとなっている。

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)

		今 週				
		11/26(Fri)	11/29(Mon)	11/30(Tue)	12/1(Wed)	12/2(Thu)
ドル/円	東京9:00	115.07	113.74	113.80	113.30	112.89
	High	115.36	113.96	113.90	113.63	113.33
	Low	113.05	112.99	112.54	112.68	112.63
	NY 17:00	113.50	113.53	113.15	112.76	113.20
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1210	1.1291	1.1293	1.1330	1.1319
	High	1.1333	1.1312	1.1387	1.1360	1.1347
	Low	1.1206	1.1259	1.1235	1.1303	1.1295
	NY 17:00	1.1315	1.1293	1.1336	1.1319	1.1301
ユーロ/円	東京9:00	129.01	128.46	128.53	128.34	127.77
	High	129.02	128.55	128.60	128.75	128.21
	Low	127.79	127.50	127.65	127.60	127.62
	NY 17:00	128.42	128.19	128.28	127.68	127.89
日経平均株価	28,751.62	28,283.92	27,821.76	27,935.62	27,753.37	
TOPIX	1,984.98	1,948.48	1,928.35	1,936.74	1,926.37	
NYダウ工業株30種平均	34,899.34	35,135.94	34,483.72	34,022.04	34,639.79	
NASDAQ	15,491.66	15,782.83	15,537.69	15,254.05	15,381.32	
日本10年債	0.07%	0.07%	0.05%	0.06%	0.06%	
米国10年債	1.48%	1.50%	1.45%	1.40%	1.44%	
原油価格(WTI)	68.15	69.95	66.18	65.57	66.50	
金(NY)	1,785.50	1,782.30	1,776.50	1,784.30	1,762.70	

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3日(金)に11月雇用統計が発表される。前回10月の非農業部門雇用者数は+53.1万人(前月比、以下同様)と市場予想(+45.0万人)を上回る結果となった。民間部門雇用者数は+60.4万人、政府部門雇用者数は▲7.3万人の結果となった。民間部門雇用者数に関する内訳は、民間サービス部門は+49.6万人と9月の+30.0万人から堅調な伸びを見せた。宿泊・娯楽業が+16.4万人となった他、人材派遣業や医療・社会扶助サービス業も就業者数の押し上げに寄与した。財部門は+10.8万人と伸びが加速した。製造業が+6.0万人となったほか、建設業が+4.4万人と増勢を維持した。政府部門については9月からマイナス幅を拡大させた。教育関係の雇用の悪化が足を引っ張る格好となった。一方、失業率は4.6%と0.2%ポイント改善し、4か月連続で低下している。労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)は、61.6%と横ばいの推移となった。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▲35.7万人の減少となった。失業者全体に占める割合は31.6%と9月から▲2.9%ポイント縮小し、長期失業者の労働市場への復帰が確認されている。ブルームバーグの事前予想では、11月の結果に関して、非農業部門雇用者増加数を+55.0万人の増加を見込んでいる。失業率については、4.5%の予想で、労働参加率は61.7%となっている。

この他、10日(金)には11月CPIの公表を控えている。パウエルFRB議長は従前より足許のインフレ加速は一過性のものであるとの見解を示してきたが、11月30日の議会証言で「恐らくこの言葉を使わないようにする良いタイミングがきた」と発言したことが話題となった。パウエル議長はこの上で翌々週開催のFOMCにて、最大雇用の達成と物価安定の均衡をとる必要があるとの見解を示し、テーパリングの早期終了を見据えそのペースを加速することを検討すべきとも言及した。11月雇用統計の結果がFRBの予想と概ね乖離の無い水準で推移すれば、テーパリング加速を後押しすることになるだろう。なお、ブルームバーグの事前予想では11月CPIを前年比+6.7%と予想し、10月の水準を更に上回るとしている。

	本 邦	海 外
12月3日(金)	・11月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏11月非製造業PMI(確報) ・ユーロ圏11月小売売上高 ・米11月ISM非製造業景気指数 ・米11月雇用統計
6日(月)	・臨時国会招集	・ユーロ圏12月センチックス投資家信頼感指数
7日(火)	・10月景気動向指数	・ユーロ圏7~9月期GDP(確報) ・ユーロ圏7~9月期家計消費 ・米10月貿易収支
8日(水)	・10月貿易収支 ・7~9月期GDP(改定値) ・11月景気ウォッチャー調査	・独首相指名選挙
9日(木)	・11月工作機械受注	—————
10日(金)	・11月国内企業物価指数	・米10月卸売在庫(確報) ・米11月CPI ・米12月ミシガン大学消費者マインド(速報)

【当面の主要行事日程(2021年12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. FRB の政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは 23 年以降に～

最速利上げは 5 月？

周知の通り、11 月 30 日の議会証言においてパウエル FRB 議長は量的緩和の段階的縮小（テーパリング）完了の前倒しとインフレ認識に関して一時的（transitory）との認識を改めるとの基本姿勢を明示した。テーパリングに関しては元々、2022 年半ば（≒6 月末）の完了が予定されていたものが「数か月早まる」とされ、数か月を「3 か月」とした場合、完了は 3 月会合というイメージになる。そこから最速の利上げは、2022 年は 4 月に FOMC はないため、6 月会合の 1 個前の会合である 5 月 3～4 日が浮上する。しかし、メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）や経済見通し（SEP）が更新されるタイミングに拘るのであれば、やはり 6 月会合という話にしかならず、この場合は従前の市場の折り込みと変わらない。「臨時会合を開催して利上げ」という急転直下の展開がないわけではないが、逆にインフレ期待を焚きつけるだけだろう。市場は得てして政策当局にとって不都合な方向で勝負を仕掛けるものだ。

いずれにせよ、こうした発言は直前に発表された FOMC 議事要旨（10 月 29～30 日開催分）と整合的であり、真っ当に考えれば 10 月時点でパウエル議長が述べたような趣旨の議論が交わされていたと考えられる。この点、一部で言われているような「再任を経て変節した」ということではないように思える。

利上げとインフレ率の想定が噛み合わず

だが、テーパリング完了後の利上げを当然視するような足許の風潮は危うい。そもそも SEP ではインフレ率のピークアウトは 2022 年半ばに設定されており、これは同じタイミングで供給制約を巡る緊張もピークアウトするという前提も効いている（図）。今年 10 月に公表された IMF「世界経済見通し」でも同様の基本認識が示されている。初回利上げが 5 月にせよ、

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)	5.9 (7.0)	3.8 (3.3)	2.5 (2.4)	2.0	1.8 (1.8)
失業率 (6月時点)	4.8 (4.5)	3.8 (3.8)	3.5 (3.5)	3.5	3.5~4.5 (3.5~4.5)
PCEインフレ率 (6月時点)	4.2 (3.4)	2.2 (2.1)	2.2 (2.2)	2.1	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	3.7 (3.0)	2.3 (2.1)	2.2 (2.1)	2.1	

(資料)FRB

6 月にせよ、FRB 自身の想定が正しければ「利上げ着手と同時にインフレ率がピークアウト」という難しい状況が出現することになる。そうなった場合、当然、利上げにはオーバーキル懸念が付きまとい長短金利差の縮小（ベアフラットニング）が取り沙汰され、株価の足枷にもなるはずである。水準として高いインフレ率が確認できるだろう 2022 年 6 月やその後の 9 月に関しては利上げの納得感もあろうが、「12 月に 3 回目」という判断はそう簡単ではないと考える。

中間選挙対策としてインフレ退治の姿勢が必要であるにせよ、利上げが住宅ローン金利を筆頭に資本コストを押し上げる一方、株価を押し下げるのだとすれば、「量（テーパリング完了）と金利（利上げ）では話が別」というのが政治的な本音に近いのではないか。いずれにせよ、本欄や『中期為替相場見通し』では利上げ回数に関し、3 回（6 月・9 月・12 月）は難しく、2 回（6 月・9 月）を想定している。

本当の意味での正常化プロセスは 23 年以降に

「市場との対話」を優先すれば、ドットチャートや SEP を伴う会合毎に機械的に利上げするというの

が最も予見可能性が高い。しかし、感染の拡大・収束を断続的に挟む局面が続く限り、インフレ率を含む経済指標も激しく上下動を強いられる。その意味で「機械的に利上げする」という従前のアプローチはまだパンデミックの残滓がある 2022 年には難しいだろう。2022 年の利上げは上述したようにインフレ高進に伴う政治(ひいては米国民)の留飲を下げるという意味合いも多分にあり、金融市場においても「FRB がそう言うからそう予想した」という釈然としない雰囲気は漂う(いわゆる FRB が「自分の尾っぽを追う犬」状態になっている)。しかし、供給制約に伴うインフレ高進が完全に収束した後も、实体经济の堅調な足取りを確認できるとしたら、その時は金融市場も納得感を持って利上げを予想するだろう。そうした本当の意味での正常化プロセスはやはり 2023 年に食い込むのではないか。

もともと、そのような遅延を考慮しても FRB が ECB や日銀に比べて正常化プロセスで抜き出ているという事実は変わりそうになく、為替市場におけるドル高予想を危うくするものではないと考える。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(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～)
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～バイトマン独逸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	円安に蝕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～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染症主義からの脱却」
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ド想定～
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	気候変動対策を受けて～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