

## みずほマーケット・トピック(2022年1月7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~「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」~

### 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2021年の高値を更新した。週初3日、115.15円付近でオープンしたドル/円は日本などアジア時間の多くの国が休日で薄商いの中、じり高に推移。海外時間に入りややドル売りが優勢となり、週安値の114.94円まで下落も、米金利上昇に伴うドル買いで115円台前半まで値を戻した。4日、ドル/円は株式市場や米長期金利の堅調推移にサポートされてドル買いの動きが活発化。海外時間になってもその流れは継続し116.35円まで急上昇、2021年の高値を更新した。その後は反落も直ぐに持ち直し、116円台前半で約5年ぶりの高値圏を維持した。5日、116円台前半で堅調に推移していたドル/円はポジション調整の動きや日経平均株価の軟調推移を受けてドル売りが加速、115円台半ばまで下落。その後は、市場予想を大幅に上回った米12月ADP雇用統計や12月FOMC議事要旨のタカ派的な内容を受けて再び116円台前半まで回復。6日、ドル/円はアジア時間に上値を伸ばすも、米12月ISM非製造業景気指数の不冴えな結果を受けてドル売りが加速、115円台半ばまで続落した。売り一巡後は116円付近まで回復も上値重く推移した。本日のドル/円もその水準での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上値重く推移した。週初3日、1.1375 付近でオープンしたユーロ/ドルは直後に上値を伸ばすし週高値の 1.1379 をつけた後、米金利上昇に伴うドル買いに 1.12 台後半まで下落し軟調合いが続いた。4日、ユーロ/ドルは米金利上昇を背景に一時週安値の 1.1273 まで下落も、その後発表の米経済指標の不冴えない結果にドル売り優勢となり、1.13 台前半まで反発。売り一巡後は、1.13 付近で方向感のない推移となった。5日、ユーロ/ドルはアジア時間に前日の安値付近まで値を下げるも、ポジション調整によるドル売りが散見され 1.13 台半ばまで上昇。その後は、米12月ADP雇用統計の強い結果やタカ派的なFOMC議事要旨の内容を受けてドル買いが加速し、1.13 台前半まで反落。6日、ユーロ/ドルはドル売りが優勢となり上値を伸ばすも、米金利上昇に伴うドル買いに押されて反落、終日を通し 1.13 を挟んでの揉み合いとなった。本日のユーロ/ドルも 1.13 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			
		12/31(Fri)	1/3(Mon)	1/4(Tue)	1/5(Wed)	1/6(Thu)
ドル/円	東京9:00	115.07	115.14	115.33	116.18	116.12
	High	115.20	115.37	116.35	116.24	116.18
	Low	115.01	114.94	115.30	115.63	115.63
	NY 17:00	115.12	115.33	116.12	116.11	115.85
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1322	1.1373	1.1302	1.1283	1.1311
	High	1.1386	1.1379	1.1323	1.1346	1.1332
	Low	1.1304	1.1280	1.1273	1.1277	1.1285
	NY 17:00	1.1369	1.1299	1.1286	1.1311	1.1300
ユーロ/円	東京9:00	130.22	130.94	130.37	131.08	131.41
	High	131.00	131.00	131.43	131.60	131.43
	Low	130.18	130.05	130.37	130.85	130.65
	NY 17:00	130.87	130.32	131.03	131.37	130.91
日経平均株価	-	-	29,301.79	29,332.16	28,487.87	
TOPIX	-	-	2,030.22	2,039.27	1,997.01	
NYダウ工業株30種平均	36,338.30	36,585.06	36,799.65	36,407.11	36,236.47	
NASDAQ	15,644.97	15,832.80	15,622.72	15,100.17	15,080.87	
日本10年債	-	-	0.08%	0.08%	0.12%	
米国10年債	1.51%	1.64%	1.65%	1.70%	1.73%	
原油価格(WTI)	75.21	76.08	76.99	77.85	79.46	
金(NY)	1,828.60	1,800.10	1,814.60	1,825.10	1,789.20	

### 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7日(金)に12月雇用統計が発表される。前回11月の非農業部門雇用者数は+21.0万人(前月比、以下同様)と市場予想(+54.8万人)を大幅に下回る結果となった。民間部門雇用者数は+23.5万人、政府部門雇用者数は▲2.5万人の結果となった。民間部門雇用者数に関する内訳は、民間サービス部門は+17.5万人と10月の+53.4万人から伸び悩む格好となった。娯楽・宿泊業が+2.3万人と前月の+17.0万人から大幅に伸びが鈍化したほか、小売業については▲2.0万人と前月の+3.8万人から減少に転じた。一方、財部門は+6.0万人と堅調さを維持し、7か月連続での増加となった。製造業が+3.1万人となったほか、建設業が+3.1万人と需要の加速もあり増勢を維持した。政府部門については10月からマイナス幅が縮小したが、教育関係の雇用が引き続き低調であることが報告された。一方、失業率は4.2%と0.4%ポイント改善し、5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、61.8%と0.2%ポイント改善した。若年層の労働市場への復帰が労働参加率の押し上げに寄与した。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▲13.6万人と減少傾向が続いている。ブルームバーグの事前予想では、12月の結果に関して、非農業部門雇用者増加数を+44.7万人の増加を見込んでいる。失業率については、4.1%の予想で、労働参加率は61.9%となっている。
- 欧州では今晚7日(金)に12月消費者物価指数(HICP、速報)が公表予定である。11月の結果は前年比+4.9%となり、25年前の統計開始以来、最も高い伸び率を記録した。寄与度別にみるとエネルギーが2.57ポイントと上昇分の半分以上を占め、サービスが1.16ポイント、エネルギーを除く工業製品が0.64ポイント、食品・たばこ・アルコールが0.49ポイントの結果となった。エネルギー価格の上昇は従前より懸念されていたが、サービスや非エネルギー工業製品の価格上昇も見られ、インフレ圧力が強まっている点を確認された。昨年12月のECB政策理事会では経済・物価にかかるスタフ見通しが更新されており、22年のインフレ率は同+3.2%と予想された。ドイツでのVAT(付加価値税)引き下げ終了など、税率変更によるベース効果で押し上げられている点もあり、今後供給制約の緩和とともに段階的に上昇は抑制される見込みとなっている。なお、ブルームバーグの事前予想では12月のHICPについて同+4.8%となっている。その他、10日(月)には11月失業率が発表される。

	本 邦	海 外
1月7日(金)	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏11月小売売上高</li> <li>・ユーロ圏12月消費者物価指数(速報)</li> <li>・米12月雇用統計</li> <li>・米11月消費者信用残高</li> </ul>
10日(月)	・祝日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏1月センチックス投資家信頼感指数</li> <li>・ユーロ圏11月失業率</li> </ul>
11日(火)	・11月景気動向指数(速報)	・米パウエルFRB議長再任指名公聴会
12日(水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・11月経常収支</li> <li>・12月景気ウォッチャー調査</li> <li>・1月日銀地域経済報告(さくらレポート)</li> </ul>	・ユーロ圏11月鉱工業生産
13日(木)	・12月工作機械受注(速報)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米12月財政収支</li> <li>・米12月PPI</li> </ul>
14日(金)	・12月国内企業物価指数	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏11月貿易収支</li> <li>・米12月小売売上高</li> <li>・米12月輸出/輸入物価指数</li> <li>・米12月鉱工業生産</li> <li>・米1月ミシガン大学消費者マインド(速報)</li> </ul>

### 【当面の主要行事日程(2022年1月～)】

日銀金融政策決定会合(1月17～18日、3月17～18日、4月27～28日)  
 FOMC(1月25～26日、3月15～16日、5月3～4日)  
 ECB政策理事会(2月3日、3月10日、4月14日)

### 3. FOMC 議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～

#### FRB、争点は正常化プロセスの「進め方」へ

金融市場は FOMC 議事要旨 (12 月 14～15 日開催分) の内容を受けた動揺が続いている。周知の通り、同会合では資産買入れの段階的縮小 (テーパリング) を加速することを決定し、その完了目途が今年 3 月末に設定された会合であった。同時にメンバーの政策金利見直し (ドットチャート) に関し、利上げ回数が 2 回から 3 回へ予想中央値が引き上げられるという変化も見られた。会合においてタカ派色の強い議論が交わされたことは容易に想像がつくものの、正常化プロセスの焦点は最終段階と言える量的縮小 (QT : Quantitative Tightening) については 2022 年中の着手について必ずしも確信がなかった。

しかし、今回の議事要旨を見る限り、2022 年中の QT (議事要旨の表現では runoff) は既定路線であり、恐らくは上半期中の着手もあり得る。議事要旨中、これまでなかった「Discussion of Policy Normalization Considerations」と正常化プロセスの議論に限定する項目が設けられており、もはや正常化プロセスを進めるのは既定路線として、具体的な「進め方」に争点に移っている。

#### 上半期中の QT 着手も

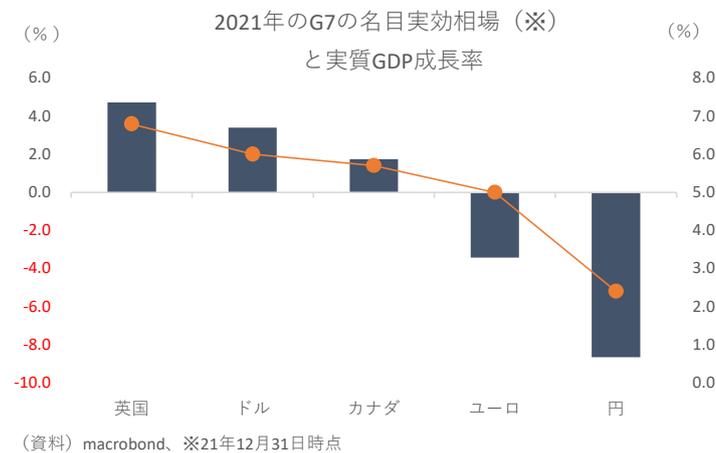
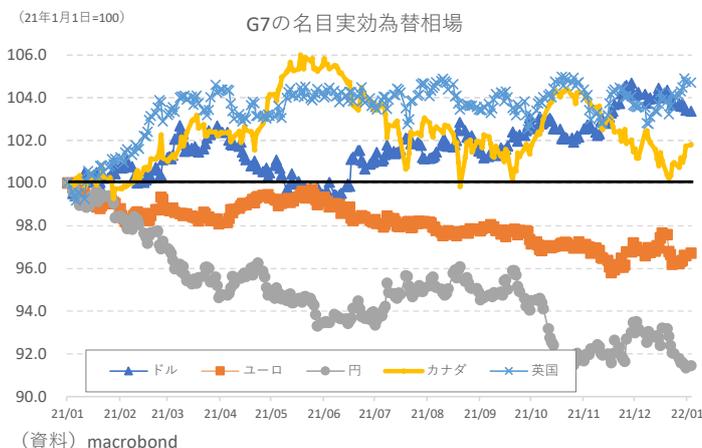
新たに設けられた「Discussion of Policy Normalization Considerations」は冒頭から「The topics included the lessons learned from the Committee's previous experience with policy normalization, alternative approaches for removing policy accommodation, the timing and sequencing of policy normalization actions, and the appropriate size and composition of the Federal Reserve's balance sheet in the longer run」と述べられている。既に議論の争点は正常化プロセスの手段に関する時期や順序、そして長期的に適切と考えられるバランスシート (BS) の規模と構成に移っており、やるかどうか、という次元ではない。もちろん、利上げこそが「primary means」と明言されており、当面は金利の調整が焦点であることに変わりはない。前回は利上げ着手が 2015 年 12 月、BS 縮小 (≒再投資停止) が 2017 年 10 月で約 2 年のラグがあった。この点、議事要旨では「現状の景気、物価、雇用の状況は前回の正常化局面と比較すると強いものであり、しかも BS は金額で見ても GDP 比で見ても 2014 年の QE 終了時より相当大きい」といった趣旨が指摘されている。「だから正常化プロセスのアクセルは深く踏まれて当然」という雰囲気強く感じ取れる。実際、議事要旨を進めるとこうした強いファンダメンタルズが「warrant potentially faster pace of policy rate normalization」とされており、利上げ着手から QT までに約 2 年もかかるということは全く想定されていない。

この点は「Almost all participants agreed that it would likely be appropriate to initiate balance sheet runoff at some point after the first increase in the target range for the federal funds rate」と明記されていることから確実である。具体的に「at some point after the first increase in the target range for the federal funds rate」が何を指すのかについては、今後コンセンサスが形成されることになるが、やはり 1 四半期以内というイメージは強い。考え得るシナリオは多岐に亘るものの、「3 月利上げ着手、5 月利上げ、6 月 QT 着手」、「3 月テーパリング完了、5 月利上げ着手、6 月 QT 着手」など、上半期中に QT 着手となる可能性は相応にある。結論としても「Many participants judged that the appropriate pace of balance sheet runoff would likely be faster than it was during the previous normalization episode」と明記されており、ここまで対外的に発信した以上、見通せる将来において具体的なスケジュールが提示されるはずである。こうした QT に関する前のめり姿勢は 12 月会合終了時点では完全に織り込まれてい

たとは言えないため、議事要旨を契機に株価を中心として調整が進んでいると理解したい。

### 「正常化レースの進捗」⇔「為替の進捗」

基本的に過去 1 年の主要通貨の強弱関係は金融政策の正常化プロセスの進捗度合いに準じてきた。例えば昨年上半期に英ポンドやカナダドルが抜きん出て強かったのはイングランド銀行 (BOE) やカナダ中銀がいち早くテーパリングを検討し、着手したからという側面がある (BOE はテーパリングという言葉は使わなかったが、5 月時点で週間購入額を修正している)。その後夏場にかけて FRB もテーパリングを議論し、9 月にはコンセンサスが仕上がり、11 月に決定・着手に及んだ。この過程でドルが英ポンドやカナダドルに追いついてきたという理解にさほど無理はないだろう (右図・上)。現状、既に昨年 12 月に利上げに踏み切った英ポンドが G7 通貨で最強であることも違和感はない。なお、こうした正常化プロセスの進捗はそのまま GDP の仕上がりと符合しており、通貨の変化率とも概ね合致する (右図・下)。上述したように、ここにきて FRB が利上げと概ね同タイミングで BS 縮小に踏み込んでき



うであり、そのアクセルの踏み込みは G7 中銀の正常化レースにおいて最も大胆なものと言える。これが米金利やドル相場の強さに素直に反映されているのが現状と言って差し支えないだろう。

### 3つのリスクとドル/円相場への影響

もちろん、リスクはある。第一に、正常化プロセスの加速に伴う株価の調整をどれほど無視できるのかという点はある。過去 2 年の騰勢を踏まえれば調整余地はまだ大きい、インフレ高進と株価下落の同時進行は政治的にも容認しがたい可能性がある。第二に、当然のことながら議事要旨の内容は 12 月時点のものであり、そこからオミクロン変異株の感染拡大はさらに進んでいることも考慮する必要がある。いくらファンダメンタルズが強いとはいえ、3 月のスタッフ見直し改定に向けて多少の下方修正は織り込まざるを得ないだろう。それが正常化プロセスの軌道に修正を迫るかどうかは今月 25~26 日の会合でチェックする必要がある。第三に、過去の本欄でも何度か議論した新興国からの資本流出も懸念される。世界が正常化に向けて進む上での「成長痛」のようなものであり、FRB の正常化に伴ってこの種の混乱が発生することはある程度不可避である。今回はまだ見られていないが、米 10 年金利がいよいよ昨年の最高値に迫る中、再び、新興国からの資本流出やこれに伴う通貨安が金融市場のリスクとなる可能性がある。

もっとも、それらのリスクが顕現化しても、深く踏まれた正常化プロセスのアクセルがやや浅くなるという程度の話であろうし、それでドル/円相場の上昇軌道が変わると言うほどの話にはならないだろう。そこまでの話には正常化プロセスの挫折や巻き戻し(≒追加緩和)という次元まで想定する必要がある。

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](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。

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
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場への近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰郷報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)
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～色黒い日本回避～
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	交易条件の悪化に触れる日本経済
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～にわかに出ロムード～
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～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	「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