

みずほマーケット・トピック(2022年5月6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～「50bps→25bps」のブレーキが重要～

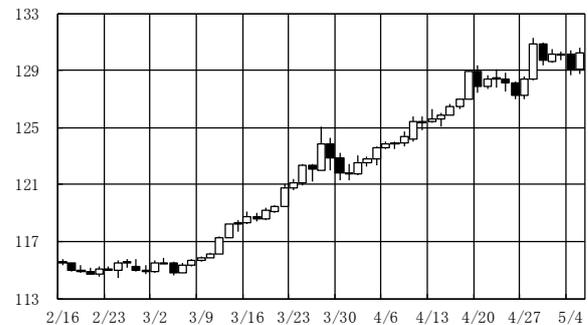
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は値幅を伴いつつも方向感のない展開。週初2日、130円ちょうどでオープンしたドル/円はオープン後に下げ幅を広げるも、米長期金利の急上昇や大型連休を控えた実需のドル買いに130円台半ばまで上昇。海外時間では米4月ISM製造業景況指数の冴えない結果や株式市場の軟調推移に129円台後半まで値を崩し方向感に欠ける展開となった。3日、ドル/円は日本が休場で取引参加者が少なく、アジア時間は商いが閑散。欧州時間に上値を伸ばす場面もあったが、FOMCを翌日に控えポジション調整主体の方向感に欠ける値動きが継続、終日を通し130円台前半を中心に揉み合いとなった。4日、ドル/円はFOMCを直前に控えアジア時間、欧州時間は様子見、130円を挟んでの小動きが継続。FOMCでは、発表直後上値を伸ばすも、その後は+50bpsの利上げと量的引き締め(QT)の開始を決定と政策内容がほぼ市場の想定内に留まり、その後のパウエルFRB議長の会見で次回+75bpの利上げに否定的な考えを示すと一気に週安値の128.62円まで急落。5日、ドル/円は前日からの売り一巡後は株式市場の軟調推移や米金利上昇を背景にドル買いが強まり、一時週高値の130.55円まで急伸、FOMC発表前の水準まで値を戻した。本日のドル/円は高値を更新し130.80円付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に急上昇。週初2日、1.0540付近でオープンしたユーロ/ドルは前半に1.05台半ばまで上値を伸ばすも、その後は米長期金利の急上昇に伴うドル買いやユーロ圏4月製造業PMIの冴えない結果に一時週安値の1.0491まで下落した。3日、1.04台後半で揉み合いだったユーロ/ドルは、FOMCを控えたポジション調整の動きや米長期金利低下を受けて1.05台後半まで上昇。4日、ユーロ/ドルはFOMCの結果がほぼ事前の内容通りだったことからドル売りが強まり、1.06台前半まで急伸。5日、ユーロ/ドルはパウエルFRB議長の会見後のドル買いが継続し、一時週高値の1.0642まで上昇したが、その後は米金利の急上昇や株式市場の急反落に1.04台後半まで急落、ユーロ売り一巡後は1.05台前半まで反発した。本日のユーロ/ドルは1.0530付近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			
		4/29(Fri)	5/2(Mon)	5/3(Tue)	5/4(Wed)	5/5(Thu)
ドル/円	東京9:00	130.76	130.00	130.09	130.13	129.24
	High	130.95	130.47	130.28	130.37	130.55
	Low	129.33	129.62	129.70	128.62	128.76
	NY 17:00	129.85	130.17	130.13	129.12	130.19
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0507	1.0539	1.0510	1.0527	1.0621
	High	1.0593	1.0575	1.0578	1.0631	1.0642
	Low	1.0492	1.0491	1.0493	1.0507	1.0494
	NY 17:00	1.0542	1.0509	1.0519	1.0622	1.0539
ユーロ/円	東京9:00	137.40	137.08	136.74	137.03	137.13
	High	137.97	137.63	137.36	137.40	137.54
	Low	136.51	136.55	136.59	136.63	136.84
	NY 17:00	137.01	136.77	136.98	137.23	137.19
日経平均株価	-	26,818.53	-	-	-	
TOPIX	-	1,898.35	-	-	-	
NYダウ工業株30種平均	32,977.21	33,061.50	33,128.79	34,061.06	32,997.97	
NASDAQ	12,334.64	12,536.02	12,563.76	12,964.86	12,317.69	
日本10年債	-	0.22%	-	-	-	
米国10年債	2.94%	2.98%	2.98%	2.95%	3.03%	
原油価格(WTI)	104.69	105.17	102.41	107.81	108.26	
金(NY)	1,911.70	1,863.60	1,870.60	1,868.80	1,875.70	

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、本日6日(金)に4月雇用統計が発表される。前回3月の非農業部門雇用者数は+43.1万人(前月比、以下同様)と市場予想(+49.0万人)を小幅に下回る結果となった。民間部門雇用者数は+42.6万人、政府部門雇用者数は+0.5万人の結果となった。民間部門雇用者数に関する内訳は、民間サービス部門が+36.6万人と2月の+63.7万人からやや伸びは小さくなっているものの、コロナ禍において失われた雇用の大半が労働市場に復帰した中で、堅調に推移しているとも言える。内訳としては娯楽・宿泊業が+11.2万人、専門サービス業が+10.2万人をはじめ幅広い業種での改善が確認された。財部門は+6.0万人とこちらも堅調さを維持した。政府部門は+0.5万人と2月の+1.1万人からプラスを維持した。失業率は3.6%と2月から0.2%ポイントの改善となり、労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)についても、62.4%と2月から0.1%ポイント上昇した。また、長期失業者数(27週以上の失業者人数)は前月から▲27.4万人と引き続き減少傾向が見られた一方、求職活動再開者や新規求職者は増加に転じており、労働需要の高まりに伴い、求職を行う動きも確認されている。この他、平均時給が+0.4%と増勢を維持したほか、前年比では+5.6%と20年5月以来の伸びを記録した。なお4月の結果についても増加が続く見方が強く、ブルームバーグの事前予想では非農業部門雇用者増加数を+38.0万人と見込んでいた。失業率については、3.5%、労働参加率については62.5%の予想となっている。

この他、11日(水)に4月消費者物価指数の公表を控えている。前回3月の結果は前年比+8.5%と40年ぶりの水準に達した。内訳をみると前月に続いて財・サービス価格の上昇が目立っており、コアCPIも同+6.5%とこちらも前月から+0.1%ポイント加速した。こうした状況下、5月FOMCでは50bpsの利上げと6月からの量的縮小(QT)を決定。パウエルFRB議長の会見においても米経済の強さを背景にインフレ対応を目的とした金融引き締めを継続していく方針を示している。片や、先週末発表された1~3月期GDP(速報)はオミクロン株の感染拡大といった要因があったものの、20年4~6月期ぶりにマイナス成長となった。今後市場において、インフレ圧力やインフレ予想の指標と共に米経済がどれだけ引き締めに耐えることができるかに関心が集まりそうだ。なお、4月消費者物価指数の結果についてブルームバーグの事前予想では、同+8.1%となっている。

	本 邦	海 外
5月6日(金)	・4月東京CPI	・米4月雇用統計 ・米3月消費者信用残高
9日(月)	・4月サービス業PMI(確報)	・ユーロ圏5月センチックス投資家信頼感指数 ・米3月卸売在庫(確報)
10日(火)	・3月家計支出	・ユーロ圏5月ZEW景気期待指数
11日(水)	・3月景気動向指数(速報)	・米4月消費者物価指数 ・米4月財政収支
12日(木)	・3月貿易収支	・米4月PPI ・英1~3月期GDP
13日(金)	—————	・ユーロ圏3月鉱工業生産 ・米4月輸出/輸入物価指数 ・米5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(2022年5月~)】

ECB 政策理事会 (6月9日、7月21日、9月8日)

FOMC (6月14~15日、7月26~27日、9月20日~21日)

日銀金融政策決定会合 (6月16~17日、7月20~21日、9月21~22日)

3. FOMC を終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～

注目すべきは「50bps→25bps」のブレーキが見える時期

東京市場休場の間に開催された3～4日のFOMCでは3月の25bpsに続き利上げを決定した。利上げ幅は22年ぶりの50bpsとなり、2か月足らずの間に75bpsが引き上げられた。これでFF金利の誘導目標は0.25～0.50%から0.75～1.00%となる。同時に保有資産を圧縮する量的引き締め（QT、FRBはrun-offと呼ぶ）も6月開始が決定された。会見においてパウエルFRB議長は利上げにより家計負担が増したとしても、インフレが実体経済全体に悪影響をおよぼしている以上、今はその抑制に注力すべきと半ば理解を求めるように立場を示した。引き締め路線についてわざわざ理解を求めたのは、それが当面持続し、反発を買う可能性も覚悟しているからだろう。また、パウエル議長は今後2回（couple of）の会合で50bpsの利上げを選択肢とすると述べたが、「少なくとも現時点で75bpの利上げは想定していない」とも述べ、これが会合直後（一昨日）の株買いを誘う格好となった。もっとも、利上げ幅が25～75bpsで変動するとしても株価にとって足枷であることは変わらない。昨日の株価が大幅反落となったことの方が合理的な動きと言えるだろう。むしろ、市場が注目すべきは50bpsが25bpsになるタイミングで見えてくる「正常化の出口」の時期である。今のところ、FRBはアクセルばかりでブレーキその素振りを一切見せていない。それゆえに、株にとっても為替にとってもそのブレーキアクションが分水嶺になると考えたい。筆者は今年9月ないし11月のFOMCをそのタイミングとして警戒している。

なお、「正常化の出口」を想定するにあたっては当然、中立金利の議論が避けられず、会見でもこれを質す記者はあった。この点、パウエル議長は不確実性が高く具体的に明示することは困難との考えを示しているものの、どの道、現状は中立金利（今の推計値は2.50%）から距離があるため「必要があれば躊躇なく利上げする」とのスタンスを示すにとどまっている。

議事要旨通りのQTも決定

QTに関しては3月のFOMC議事要旨で示唆されていた通りの路線が追認されている。「予見可能な方法（a predictable manner）」、主に再投資額の調整でQTが実施される方針であり、当初3か月間の保有資産の減少額上限は、米国債が月間300億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）が月間175億ドル、それ以降は米国債が月間600億ドル、MBSが月間350億と倍速に至る道筋が示された。なお、償還額が上限額に満たない場合、短期債（TB）も活用される方針である。これらは全て3月議事要旨で示された通りであり、サプライズは無い。いずれにせよ、利上げとQT着手を併用することによってイールドカーブのフラットニング傾向に歯止めがかかることが企図されている以上、その効果を見極めることになる。

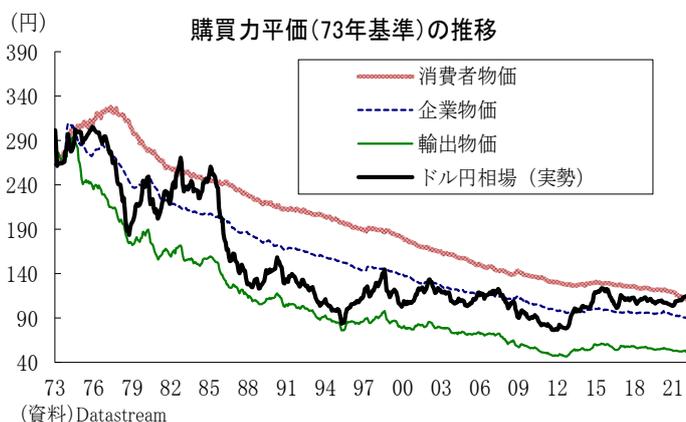
FRB タカ派ブレーキで「日本売り」がどこまで巻き戻るか

一連の意思決定が株価および為替の見通しにどのような影響を与えそうか。既に述べたように、株価に関しては50bpsであろうと、75bpであろうと、利上げが実質金利を押し上げる以上、それが重荷になることは否めない現実である。筆者は株価に関し、当面は大きく崩れる前兆である「高値波乱含み」の状況が続くと考えている。今年9月ないし11月のFOMCにおいて今次利上げ局面の終局が見えてくるまで、株価は予断を許さない状況が続くはずである。少なくとも米株に関して「良いところで拾いたい」と考える向きにとって今年の上半期中（～6月末まで）は動くべきではないように思われる。

為替に関しては、今年9月ないし11月のFOMCで「正常化の出口」が視野に入り、ドル高相場の反

転が視野に入ったとしてもドル/円相場の高止まりは続く可能性がある。もちろん、正常化プロセスの終了が見えてくれば、円安傾向はピークアウトするかもしれない。しかし、過去 3 年間で見慣れていた水準（105～115 円程度）に戻る保証は全くない。もはや米国の悩みは何を脇に置いてインフレ高進であり、新型コロナウイルスの感染拡大抑制ではない。日本がマスク着用可否で議論をしている間に米国は需要超過に伴うインフレ抑制を議論している。パウエル議長は利上げペースを 25bps から 50bps へ引き上げた背景として「昨年冬以降の雇用拡大加速」を挙げている。要するに供給制約だけではなく実体経済の拡大に伴う需要の強さも利上げの背景である。対照的に、日本では未だに入国規制を展開し需要創出の機会を逸している。常に「相手がある話」の為替の世界においてこの差はあまりにも大きい。日銀が多少正常化に関心を示したところで、金融政策格差という観点から円安・ドル高を是正するのは難しいだろう。巷説では金融政策格差に伴う金利差拡大を円安の主因として解説する向きが多く、そうであれば FRB の正常化プロセスの終了が円高相場開始の合図になるはずである。また、105～115 円の世界に戻るだろうか。筆者はそうは考えていない。あくまで今次円安を「日本売り」の一環と考える以上、元の世界に戻るには日本自身が変わらなければならない。そのために必要な方策は先週の本欄¹でも詳述した通りである。

足許から仮に 5 円巻き戻しても 125 円付近、リフレ政策で鳴らしたアベノミクス時代の高値である。10 円でも 120 円台だ。そこから上下 5 円のレンジで推移しても、ドル/円相場は 115～125 円を常態とする新しい世界に入ったというイメージになる。こうして円の価値は徐々に、しかし確実に落ちていくのではないだろうか。これは各種購買力平価の示すレンジに照らしてシフトアップしている様子からもはっきり見て取れる（図）。過去の物



価変動の格差（相対的購買力平価）からでは実勢を捉えられなくなっている以上、何らかの構造変化を疑うのは普通の分析態度ではないか。『中期為替相場見通し』ではドル/円相場が再び 130 円台に復帰した後、年内は 135 円付近を探る動きが続き、年明け 1～3 月期には FRB の正常化プロセスが出口を見据える中でピークアウトに至る（しかし円高方向への調整は浅い）と予想している。

市場営業部
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。

¹ 2022 年 5 月 2 日号『円安を止める 3 つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～』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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原簿・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
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回帰報道
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～本当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