

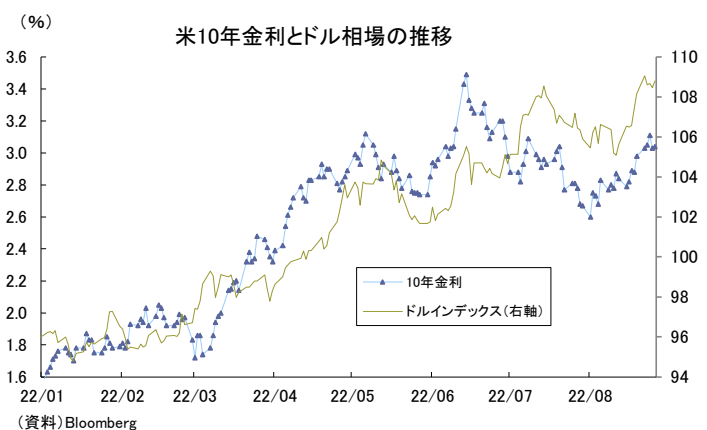
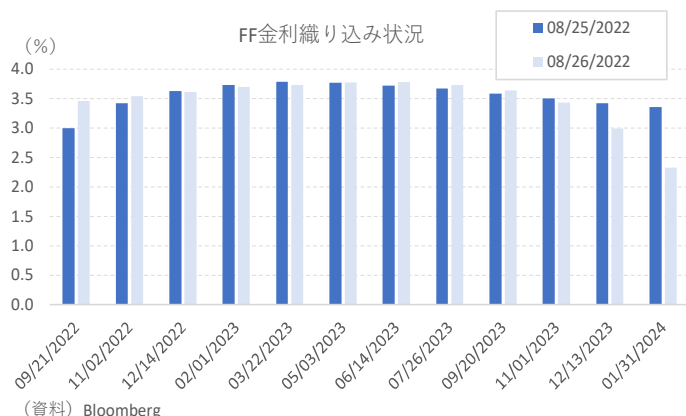
みずほマーケット・トピック(2022 年 8 月 29 日)

## ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて

先週 26 日のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演はタカ派姿勢の継続を印象付けるものだった。8 月に浮上していた「FRB のハト派傾斜→米金利低下→株価急騰」という楽観論は一気に吹き飛んでいる。もっとも講演前日の 8 月 25 日と当日の 26 日で「23 年 3 月まで利上げして、同年後半には利下げ」という大まかな軌道の想定は変わっていない。しかし、9 月の利上げ織り込みがより 75bp に傾斜したことでドル高・円安が進んでいる。こうした米国主導の相場を前提とすれば、利上げの終点が見えてくる 23 年 1～3 月期には米金利反落に合わせてドル高も終わることになる。これは『中期為替相場見通し』でも強調している点だ。しかし、今次円安局面において、金利や政策動向に対し敏感な動きををすると思われる投機筋の取引動向とドル/円相場の動きは実は安定した関係にない。米金利動向も重要だが、結局、米金利上昇と共に日本では歴史的な貿易赤字拡大も進行しているため、ドル高が終息しても円安がある程度残ってしまう可能性は考えておくべき。120 円台が円高に見える時代へ。

～FF 金利の軌道が修正されたわけではない～

先週 26 日のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演はわずか 8 分で終了したが、そのメッセージは鮮明であった。「物価の安定を回復するには引き締め的な政策姿勢をしばらく維持する必要がある」、「歴史は時期尚早な金融緩和を強く戒めている」など、明確にタカ派色を示していた。8 月、消費者物価指数(CPI)を筆頭とする一部の経済指標が減速したことでにわかに「FRB のハト派傾斜→米金利低下→株価急騰」という観測が出ていたものの、ジャクソンホール経済シンポジウム直前から複数の地区連銀総裁がこの楽観を戒めるような情報発信をしていた。その意味でパウエル議長の講演内容自体、意外なものではなかった。ヘッドラインでは米利上げ予想が上振れたことを報じる向きもあるが、右図に示すように、講演前日の 8 月 25 日と当日の 26 日で 9 月の利上げ織り込みこそ

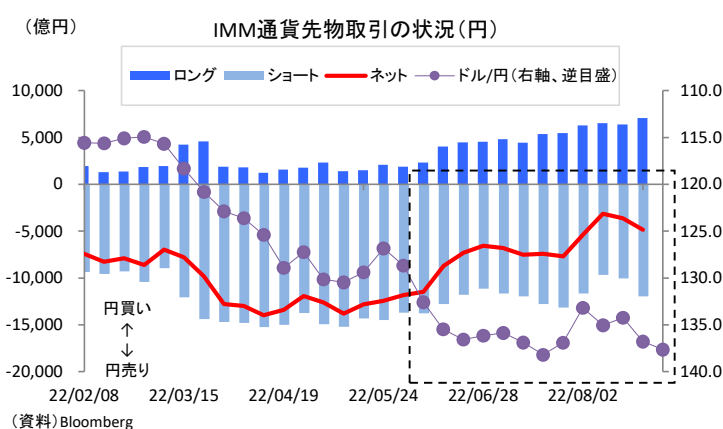


上振れしているものの、「2023 年 3 月まで利上げして、同年後半には利下げ」という大まかな軌道の想定は変わっていない。図示されるように、むしろ利下げペースに関しては傾斜がきつくなっているくらいである。もともと「目先のタカ派運営を織り込みつつも、その反動を警戒する」という懸念があったところ、後者部分の「反動を警戒する」が今回の講演で強まったという印象もある。

政策金利に関し大まかな軌道の想定は不変とはいえ、開催まで 1 か月を切った 9 月 FOMC に対する利上げ織り込みは 75bp を中心として引き上げられており、米 10 年金利も 3% 台で安定している。結果として、株式市場の動揺は激しく、為替市場ではドル相場が買われている。「米金利が上がればドル相場も上がる」という米金利ひいては米国主導の相場つきの下(前頁図・下)、週明けアジア時間のドル/円相場は月間高値付近となる 137.80 円台まで急騰している。

### ～米金利だけでは決まらず～

こうした米国主導の相場を前提とすれば、利上げの終点が見えてくる 2023 年 1～3 月期には米金利反落に合わせてドル高も終わることになる。これは『中期為替相場見通し』でも強調している骨子ではある。しかし、今次円安局面において、金利や政策動向に対し敏感な動きをされるとされる投機筋の取引動向とドル/円相場の動きは実は安定した関係にない。点線四角で囲っている 5 月下旬



旬から足許に至るまで、円のネットポジションは円売りが着実に縮小している(図)。こうした状況下でもドル/円相場は 130 円台で乱高下しており、総じて高止まりと言って差し支えない地合いにある。グロスポジションの趨勢を見ても、円ショートが緩やかに減りながら円ロングが緩やかに増えており、米金利低下と共に一方的な動きが続いてきた円相場の自律反発に賭ける投機筋の勢いが増していることが分かる。しかし、図示されるように、そうした投機筋の動きとは裏腹にドル/円相場は高値で安定している。米金利動向も重要だが、結局、米金利上昇と共に日本では歴史的な貿易赤字拡大も進行しているため、ドル高が終息しても円安がある程度残ってしまう可能性はある。年初来で 26 円も円安になれば 5 円や 10 円の円高調整はあっても不思議ではない。しかし、120 円台後半が円高水準に見えるほど、円の評価はこの 8 か月間で急激に低くなったということが重要だろう。

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](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8月26日 | 週末版(劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)     |
| 2022年8月24日 | 水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～                           |
| 2022年8月23日 | パリティ割れと欧州のインフレ動向について                            |
| 2022年8月22日 | 顕著になる鎖国政策の副作用                                   |
| 2022年8月19日 | 週末版                                             |
| 2022年8月18日 | 過去最大を更新し続ける貿易赤字                                 |
| 2022年8月17日 | 生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場                           |
| 2022年8月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)                     |
|            | 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～                       |
| 2022年8月15日 | 独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～                            |
| 2022年8月12日 | 週末版                                             |
| 2022年8月10日 | 独ライン川の水位低下とユーロ安リスク                              |
| 2022年8月9日  | 2022年上半期の国際収支統計を受けて                             |
| 2022年8月8日  | ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？                           |
| 2022年8月5日  | 週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)        |
| 2022年7月29日 | 週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)                 |
| 2022年7月27日 | IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて                            |
| 2022年7月25日 | ドル/円相場の近況をどう評価するか？                              |
| 2022年7月22日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～) |
| 2022年7月20日 | ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか                          |
| 2022年7月19日 | パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～                            |
| 2022年7月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)                     |
|            | 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)            |
| 2022年7月14日 | 米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも                            |
| 2022年7月12日 | やはり顔を出し始めた新規感染者主義                               |
| 2022年7月11日 | リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～                           |
| 2022年7月8日  | 週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスクープゴートにされる可能性～)          |
| 2022年7月7日  | ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～                     |
| 2022年7月5日  | やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～                           |
| 2022年7月4日  | 世界の外貨準備状況～22年3月末時点～                             |
| 2022年7月1日  | 週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)     |
| 2022年6月28日 | 家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～                         |
| 2022年6月27日 | 世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～                         |
| 2022年6月24日 | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月22日 | 「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況                          |
| 2022年6月21日 | タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～                        |
| 2022年6月20日 | 疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営                             |
| 2022年6月17日 | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)                     |
|            | FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～                          |
| 2022年6月14日 | 悲惨指数を感じなかった日本人                                  |
| 2022年6月13日 | 米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来                     |
| 2022年6月10日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)                    |
| 2022年6月9日  | 黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～                      |
| 2022年6月8日  | 金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～                      |
| 2022年6月7日  | 要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～                        |
| 2022年6月6日  | ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～                     |
| 2022年6月3日  | 週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)            |
| 2022年6月2日  | 変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望                           |
| 2022年5月31日 | 31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方                         |
| 2022年5月27日 | 週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)      |
| 2022年5月26日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～                         |
| 2022年5月25日 | ブログで政策修正を図ったECBの真意                              |
| 2022年5月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)                     |
|            | 週末版(円安相場は終わりののか？～先行きは夏場以降の政治次第～)                |
| 2022年5月19日 | 本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～                       |
| 2022年5月17日 | ECB、「行動の夏」が意味するところ                              |
| 2022年5月16日 | 円のREERは変動相場制以前の水準へ                              |
| 2022年5月13日 | 週末版                                             |
| 2022年5月12日 | 米4月CPIと今後の考え方について                               |
| 2022年5月11日 | インバウンド解禁と円安抑制の関係性                               |
| 2022年5月10日 | 「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～                      |
| 2022年5月9日  | 「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について                          |
| 2022年5月6日  | 週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)            |
| 2022年5月2日  | 円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・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～ルーブルにも負ける円～                        |
| 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デフレー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～)      |