

## みずほマーケット・トピック(2022年9月22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～「春になれば円安は止まる」の真実味～

### 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FOMC直後に乱高下も堅調に推移した。週初19日、142.75円でオープンしたドル/円はシドニー時間に一時週安値の142.65円をつけた後、今週にFOMCを控えたポジション調整の動きや米金利上昇にドル買いが先行、東京、ロンドンが祝日の中でも、143円台半ばまでじりじりと上昇した。その後は米金利がやや低下するにつれ、ドル/円も143円台前半まで反落した。20日、ドル/円は143円台前半での揉み合いだったが、海外時間では米8月住宅着工件数の良好な結果を受け144円手前まで急伸。その後はFOMCを前に様子見ムードが漂い、143円台半ばでの小動きとなった。21日、ドル/円はプーチン露大統領による軍の部分動員開始の報道を受けてリスク回避の円買いの動きから143円台前半まで値を崩すも、海外時間に実施されたFOMCで+75bpの利上げとともにドットチャートでの政策金利見通しが大幅に引き上げられるとドル買いが加速し、一時週高値の144.70円まで急伸。ただ、その後はパウエルFRB議長の今後の利上げペースに関する慎重な発言が材料視されて一時143円台半ばまで急落と荒い値動きとなった。本日のドル/円は徐々に値を戻して144円台半ばでの取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は大幅下落し、年初来安値を更新した。週初19日、1.0025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に押され一旦は0.99台半ばまで値を下げるも、その後は米金利が低下する動きに再び1.00台前半まで回復した。20日、ユーロ/ドルは米金利低下に伴うドル売りが支援材料となり東京時間に一時週高値の1.0051まで上昇も、海外時間では米経済指標の市場予想を上回る結果や米金利上昇にドル買いが加速、0.99台半ばまで押し戻された。21日、ユーロ/ドルは0.99台半ばでの小動きも、ロシア・ウクライナを巡る地政学リスクの高まりを背景にリスク回避の動きが散見され、ユーロは手放される地合いとなった。さらに米国時間でもFOMCの内容を受けてドル買いが加速し、0.9810まで急落、年初来安値を更新した。本日のユーロ/ドルも前日の安値を更新し0.98台前半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		
		9/16(Fri)	9/19(Mon)	9/20(Tue)	9/21(Wed)
ドル/円	東京9:00	143.33	142.75	143.15	143.57
	High	143.69	143.64	143.92	144.70
	Low	142.83	142.65	142.94	143.35
	NY 17:00	142.94	143.20	143.71	144.11
ユーロ/ドル	東京9:00	0.9987	1.0024	1.0033	0.9972
	High	1.0036	1.0029	1.0051	0.9974
	Low	0.9945	0.9966	0.9956	0.9810
	NY 17:00	1.0015	1.0025	0.9969	0.9838
ユーロ/円	東京9:00	143.20	143.15	143.55	143.22
	High	143.50	143.59	144.02	143.55
	Low	142.52	142.86	143.05	141.67
	NY 17:00	143.10	143.58	143.37	141.81
日経平均株価	27,567.65	-	27,688.42	27,313.13	
TOPIX	1,938.56	-	1,947.27	1,920.80	
NYダウ工業株30種平均	30,822.42	31,019.68	30,706.23	30,183.78	
NASDAQ	11,448.40	11,535.02	11,425.05	11,220.19	
日本10年債	0.25%	-	0.25%	0.25%	
米国10年債	3.45%	3.49%	3.57%	3.53%	
原油価格(WTI)	85.11	85.36	83.94	82.94	
金(NY)	1,683.50	1,678.20	1,671.10	1,675.70	

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、27日(火)に8月新築住宅販売件数の発表を控える。7月の新築住宅販売件数(季節調整値、年換算)は51.1万件で前月比▲12.6%と減少幅が拡大した。年初の水準が80万件程度であったことを加味すると、着実に住宅市況の勢いは減速している。今週公表の8月中古住宅販売件数については7か月連続での減少が確認された。在庫月数(在庫件数÷販売件数)は10.9か月と1月時点から約2倍に増加したが、金利上昇に伴う住宅ローンの負担の増加と住宅価格の上昇も着実に進んでおり、住宅購買意欲が弱まっていることが示唆される内容となった。なお、8月の結果に関してブルームバーグの事前予想では新築住宅販売件数を前年比▲2.2%の50万件としている。
- 欧州では30日(金)に9月消費者物価指数(HICP、速報)の公表が予定されている。前回8月の結果は前年比+9.1%と統計開始以来で最大の伸び率を更新。項目別ではエネルギー価格の上昇が前年比+38.3%と強い数字を維持しているほか、エネルギー、食料品、アルコール、タバコを除いたコアベースも同+4.3%とこちらも過去最高を記録した。かかる中、今月開催のECB政策理事会では前回会合を上回る75bpの利上げに至り、インフレ見通しの改定では22年は6月時点の前年比+6.8%から+8.1%へ、23年は+3.5%から+5.5%へ、24年は+2.1%から+2.7%の予想へ引き上げられた。22年は勿論のこと23年、24年とも見通せる将来において2%を超える時間帯が続くことになっている。特に22年の+8.1%は6月時点の悪化シナリオ(+8.0%)よりも悪い。引き続き域内インフレの動向はロシア産天然ガスおよび石油の供給途絶(代替エネルギー供給の改善が見込めないことも含む)、商品価格のさらなる上昇、外需の悪化、資金調達環境の悪化など上振れ要因が多い点も無視できない。このほかの経済指標としては、23日(金)に9月PMI(速報)、30日(金)にユーロ圏8月失業率が公表予定となっている。
- 本邦では30日(金)に8月完全失業率、有効求人倍率が公表される。失業率について、7月の結果は2.6%と3か月連続で横ばいの推移。完全失業者数は176万人で、前月比▲4万人と大きな変化は見られなかった。一方、有効求人倍率は1.29倍となった。直近では7か月連続で前月の結果を上回った。また、景気の先行指標とされる新規求人数や新規求人倍率が共に改善基調にあることが確認されており、夏場の新型コロナウイルスの感染拡大のピークアウト見越した労働需要やインバウンド再開を期待した動きと予想される。なお、8月の結果に関し、ブルームバーグの事前予想では完全失業率を2.5%、有効求人倍率を1.30倍としている。

	本 邦	海 外
9月23日(金)	—————	・ユーロ圏9月製造業/サービス業PMI(速報) ・米9月製造業/サービス業PMI(速報)
26日(月)	・9月製造業/サービス業PMI(速報)	・米8月シカゴ連銀全米活動指数
27日(火)	・8月工作機械受注(確報) ・安倍元首相国葬	・米9月コンファレンスボード消費者信頼感指数 ・米8新築住宅販売件数
28日(水)	・7月景気動向指数(確報) ・日銀金融政策決定会合議事要旨(7月会合分)	・米8月棚卸在庫(速報)
29日(木)	—————	・ユーロ圏9月消費者信頼感指数(確報) ・米4~6月期GDP(確報)
30日(金)	・8月失業率/有効求人倍率 ・8月住宅着工件数 ・8月鉱工業生産(速報)	・ユーロ圏9月消費者物価指数(速報) ・ユーロ圏8月失業率 ・米8月PCEコアデフレーター ・米9月ミシガン大学消費者マインド(確報)

### 【当面の主要行事日程(2022年10月～)】

- ECB政策理事会(10月27日、12月15日、2月2日)
- 日銀金融政策決定会合(10月27~28日、12月19~20日、1月17~18日)
- FOMC(11月1~2日、12月13~14日、1月31~2月1日)

### 3. FOMC を終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～

ドットチャートほどインフレ見通しは上方修正されていない

注目された FOMC は政策金利の誘導目標を+75bp 引き上げ、3.00～3.25%とすることを決定した。FF 金利の 3%超えは 2008 年 1 月以来、約 14 年半ぶりである。一部で予想されていた+100bp とまではいかなかったものの、メンバーによる政策金利見直し（中央値、ドットチャート）は 2022 年に

各年末の政策金利見直し(予想中央値)

FOMC Date	2022	2023	2024	Longer run
Jun-21	0.125%	0.625%	n.a.	2.500%
Sep-21	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%
Dec-21	0.875%	1.625%	2.125%	2.500%
Mar-22	1.875%	2.625%	2.625%	2.250%
Jun-22	3.375%	3.750%	3.375%	2.500%
Sep-22	4.375%	4.625%	3.875%	2.500%

(資料)FRB

関し+100bp、2023 年に関し+87.5bp、2024 年に関し+50bp 引き上げられている（上図）。利上げの最高到達点が変わったことに関しては、「1 回の利上げ幅が拡大した」または「利上げ期間が長期化した」、もしくはその両方と読むことができるため、この点だけ見ればタカ派的である。

一方、FRB スタッフ見直し（SEP、右図）に目をやれば 2022 年から 2024 年の個人消費支出（PCE）デフレーターについて+5.4%/+2.8%/+2.3%と予測されている。6 月見直しからの上方修正幅は+0.1～+0.2%ポイントであり、ドットチャートの引き上げと比較すれば穏当である。またドットチャート通りの政策運営ならば、来年の利上げは+25bp や+50bp で収まる可能性がある。そ

FRBの経済見直し(大勢見直し、%)、※2022年9月時点

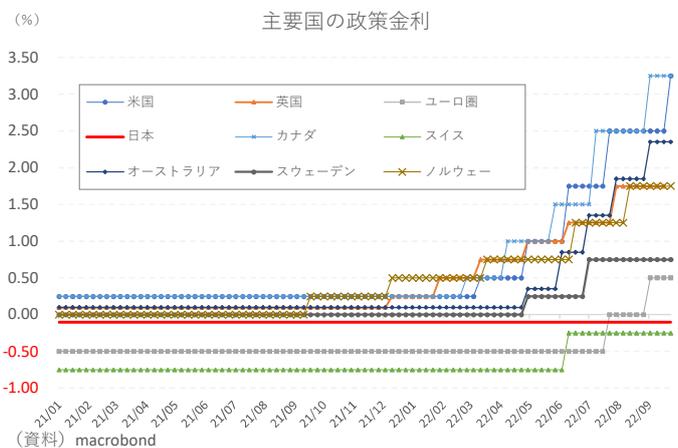
	2022	2023	2024	長期見直し
実質GDP成長率 (6月時点)	0.2 (1.7)	1.2 (1.7)	1.7 (1.9)	1.8 (1.8)
失業率 (6月時点)	3.8 (3.7)	4.4 (3.9)	4.4 (4.1)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (6月時点)	5.4 (5.2)	2.8 (2.6)	2.3 (2.2)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	4.5 (4.3)	3.1 (2.7)	2.3 (2.3)	

(資料)FRB

れは基本的に年前半の話だとすれば、年後半は現状維持で様子見の上、2024 年以降は利下げのタイミングを模索するという局面に入っていくことが予想される。利上げの終点が見えたとまでは言えないが、PCE デフレーターの見通しが穏当な修正になっており、パウエル FRB 議長も会見において将来的には引き締め効果を勘案しつつ利上げペースが減速することを口にしてしている。当たり前のことを認めたに過ぎないが、従前のテンションであれば市場を油断させるようなことは一切口にしなかったと思われることから、若干ではあるものの、インフレ警戒度合いは落ち着いてきているのかもしれない。

#### 2023 年も内外金利差は残る

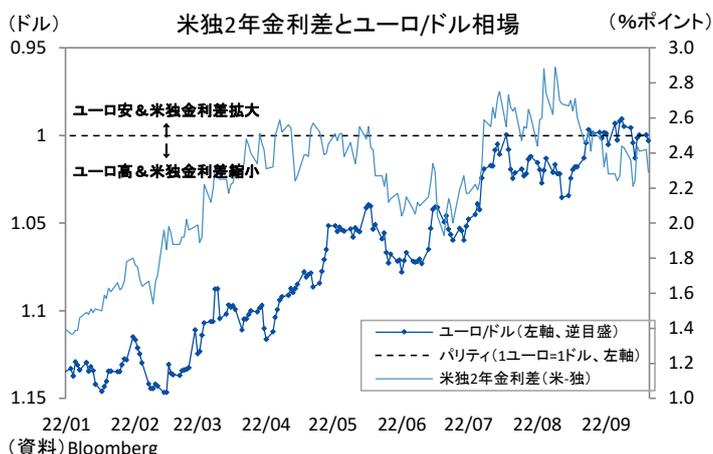
FOMC 後の円相場はやや円安気味に推移している。実際、ここまで内外金利差が意識される地合いとなれば円の買戻しは難しいだろう。だが、過去の本欄でも論じたように、内外金利差がテーマとなり、円売りを駆動するのはこれからではないだろうか。図示されるように、本稿執筆時点では世界でマイナス金利を採用しているのは日本とスイスだけである。しかし、スイス国立銀行（SNB）は今晚の会合で利上げ



に踏み切り、恐らくはマイナス金利を脱却することになる。図示されるような主要国の政策金利状況は来  
 年にかけて今後極まっていくことがほぼ確実であり、恐らく1年後に多くの中央銀行は良くて現状維持、  
 場合により利上げ続行となっている可能性が高い。つまり、1年後も円から見た内外金利差は十分確保さ  
 れた状況が続いているだろう。

### 2023年はキャリー取引の年？

現状、多くの市場参加者の円相場見通しは  
 こうだろう。2023年1~3月期にFRBが利  
 上げ終了に目途をつけ、米金利とドルの反落  
 が始まる。これに伴って円売りも止まり、今  
 次円安局面が収束する。要すれば、「春になれば  
 円安は止まるはず」という見立てである。  
 こうした見方は果たして妥当なのか。確か  
 に、貿易赤字に象徴される需給要因も相当寄  
 与しているとは思われるものの、ドル/円相場  
 と日米2年金利差の関係は現状で安定してい  
 る。これに着目する市場参加者は多数存在し

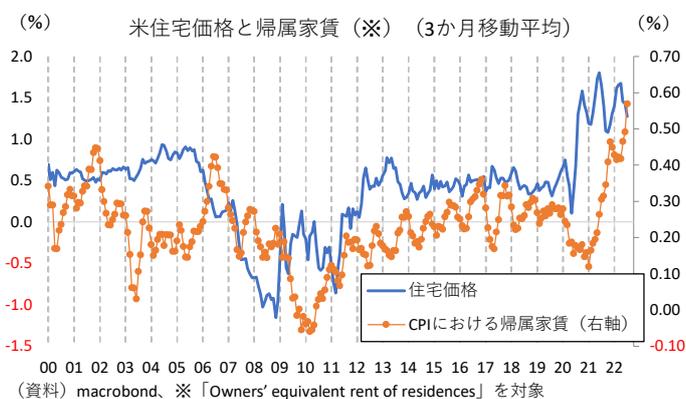


ており、FRBの政策転換が「米金利低下→ドル売り→円買い」という相場展開を引き起こす可能性は高  
 い。しかし、その動きが持続性を伴うのかは疑問符が付く。上述したように、2023年の主要中銀は利上  
 げか現状維持が基本であり、利下げがテーマになっている可能性は低そうである。とすれば、十分な金利  
 差は残る。一方、利上げの終点自体は見えてきそうであり、そうした姿勢を受けて株式市場が安定感を取り  
 戻す可能性が高い。株価が安定すれば金融市場のボラティリティは安定する。

以上のような相場展開を想定すると、2023年春以降の為替市場では「十分な金利差」と「安定したボ  
 ラティリティ」というキャリー取引を行うための2大条件が揃う可能性がある。その際に調達通貨として  
 選ばれやすいのは流動性が高い低金利の主要通貨だろう。このままいけば、その筆頭は円だろう。次に  
 スイスフランだろうか。いずれにせよ 2023年にキャリー取引の芽が残る以上、「春になれば円安は止ま  
 るはず」という楽観論に筆者はどうしても乗れない。

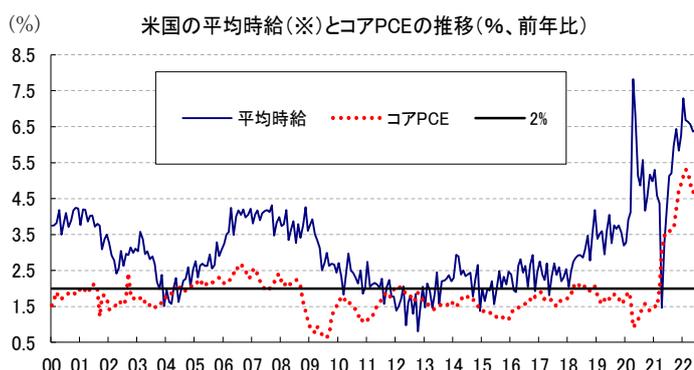
### そもそも春に利上げが止まる保証がない

さらに言えば、「2023年1~3月期にFRBが  
 利上げ終了に目途をつける」という前提自体、  
 盤石とは言えない。住宅販売件数は既にピーク  
 アウトしているものの、それが住宅価格の顕著  
 な調整に結びついているわけではなく、どちら  
 かと言えば「高止まり」という評価が近いだろ  
 う。住宅価格が帰属家賃に反映され、CPIの伸  
 びに反映されてくるまでに半年~1年程度の  
 ラグは想定される(図)。そのように考えると



住宅価格主導でCPIに下方圧力がかかるとしてもまだ時間はかかりそうである。

現状、失業率も非常に低く、雇用・賃金情勢は逼迫した状態と言える。確かに平均時給はピークアウトがみられるものの、コアPCEデフレーターが2%程度に収束すると判断されるにはまだ相当の減速が必要だろう(図)。SEPが正しければ、2024年までは待つ必要がある。例えば、来年3月末までに雇用統計はあと6回あるが、平均時給が月に▲0.3%ポイントずつ減速があったとしても(相当順調な減速である)、6か月で▲1.8%ポイントであり、現状を出発点とすれば前年比+3.7%程度である。コアPCEデフレーターは2%収束を決定するにはまだ高い水準である。



(資料)Datastream、  
※より長い時系列が取得可能な「生産および非管理職雇用者数」の季調前を使用している

それ以外にも資源価格の下落が続く保証もない。冬になれば燃料需要は必然的にかさむ。強力な景気減速によって需要が十分削られるため、その心配をする必要はないのだろうか。あと半年以内に利上げの手を止めるほどインフレ圧力が後退していると断言するにはあまりにも不確定な要素が多いと言わざるを得ない。「インフレ圧力は後退しているが十分ではない」といった判断が下されている可能性は相応に高いのではないだろうか。こうした点からも「春になれば円安は止まる」という大方のコンセンサスにはまだ死角が多く潜んでいるように感じられる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpが75bpか～)
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
2022年8月26日	週末版(劣化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	パリイ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	パリイ割れの背景整理～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～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
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9日	週末版(世論に動き始めた物価上昇圧力～日銀がスケ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プ化構想～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(円安相場は終わりなのか？～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～