

みずほマーケット・トピック(2022年12月2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: 135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～

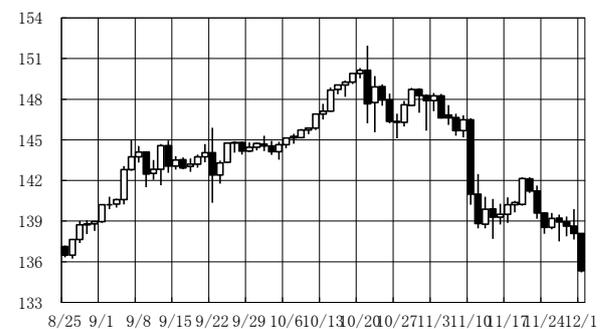
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に急落した。週初28日、139.35円付近でオープンしたドル/円は中国のゼロコロナ政策に対する抗議活動や株式市場の軟調推移にリスク回避の円買いの動きが散見、137円台半ばまで下落。その後は複数のFRB高官によるタカ派的な発言に138円台後半まで反発した。29日、ドル/円は仲値にかけて本邦輸入企業の実需のドル買いから139円台前半まで上伸も、中国当局の不動産業界への支援策発表を好感しドル売りが加速、137円台後半まで反落。その後は米11月コンファレンスボード消費者信頼感指数の良好な結果に138円台半ばまで持ち直した。30日、ドル/円は欧州時間までは138円台後半での小動きも、米国時間に入ると米7～9月期GDPが速報値から上方修正されたことを受け、一時週高値の138.89円まで上昇。ただ、その後のパウエルFRB議長の利上げペース減速を示唆したハト派的な発言に137円台後半まで急落。1日、ドル/円は前日海外時間のドル売りの流れが継続し、軟調に推移。海外時間でもその流れは変わらず、米10月PCEコアデフレーター、米11月ISM製造業景況指数の冴えない結果に一時週安値の135.21円まで続落。本日のドル/円も前日の安値圏付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは乱高下、値幅を伴いながら週後半に急伸した。週初28日、1.0370付近でオープンしたユーロ/ドルは米金利低下に伴うドル売りに1.05ちょうど手前まで急伸も、NY時間ではポジション調整の動きやFRB高官の相次ぐタカ的な発言にドル買いが強まり1.03台前半まで値を崩した。29日、ユーロ/ドルは欧州株の堅調推移や米金利低下に伴うドル売りにサポートされて1.03台後半まで値を上げた後、海外時間では独11月消費者物価指数の不冴えない結果に1.03台前半まで反落した。30日、ユーロ/ドルは米経済指標の良好な結果にドル買いが強まり、一時週安値の1.0290まで値を下げたが、その後パウエルFRB議長のハト派的な講演内容にドル売りが強まり、1.04台前半まで急上昇した。1日、ユーロ/ドルは複数の米経済指標の軟調な結果や米長期金利低下に伴うドル売りが支援材料となり、一時週高値の1.0534まで急伸した。本日のユーロ/ドルも引き続き1.05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)

| | | 今 週 | | | | |
|--------------|-----------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| | | 11/25(Fri) | 11/28(Mon) | 11/29(Tue) | 11/30(Wed) | 12/1(Thu) |
| ドル/円 | 東京9:00 | 138.60 | 139.36 | 138.70 | 138.75 | 137.38 |
| | High | 139.59 | 139.42 | 139.35 | 139.89 | 138.11 |
| | Low | 138.38 | 137.50 | 137.89 | 137.67 | 135.21 |
| | NY 17:00 | 139.17 | 138.91 | 138.71 | 138.11 | 135.33 |
| ユーロ/ドル | 東京9:00 | 1.0408 | 1.0368 | 1.0344 | 1.0324 | 1.0424 |
| | High | 1.0430 | 1.0497 | 1.0395 | 1.0428 | 1.0534 |
| | Low | 1.0355 | 1.0330 | 1.0320 | 1.0290 | 1.0393 |
| | NY 17:00 | 1.0403 | 1.0340 | 1.0328 | 1.0409 | 1.0526 |
| ユーロ/円 | 東京9:00 | 144.17 | 144.52 | 143.40 | 143.27 | 143.21 |
| | High | 145.14 | 144.97 | 144.02 | 144.85 | 143.75 |
| | Low | 144.13 | 143.05 | 143.05 | 143.19 | 141.93 |
| | NY 17:00 | 144.66 | 143.65 | 143.24 | 143.74 | 142.47 |
| 日経平均株価 | 28,283.03 | 28,162.83 | 28,027.84 | 27,968.99 | 28,226.08 | |
| TOPIX | 2,018.00 | 2,004.31 | 1,992.97 | 1,985.57 | 1,986.46 | |
| NYダウ工業株30種平均 | 34,347.03 | 33,849.46 | 33,852.53 | 34,589.77 | 34,395.01 | |
| NASDAQ | 11,226.36 | 11,049.50 | 10,983.78 | 11,468.00 | 11,482.45 | |
| 日本10年債 | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | |
| 米国10年債 | 3.69% | 3.68% | 3.75% | 3.61% | 3.51% | |
| 原油価格(WTI) | 76.28 | 77.24 | 78.20 | 80.55 | 81.22 | |
| 金(NY) | 1,754.00 | 1,740.30 | 1,748.40 | 1,759.90 | 1,815.20 | |

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、5日(月)に11月ISM非製造業景気指数が発表される。10月の結果は54.4と9月から▲2.3ポイント低下した。製造業の結果が10月、11月と軟調地合いとなっている点を踏まえれば持ちこたえているとも言える。内訳をみると、事業活動指数や新規受注指数は共に悪化したものの、好況・不況の境目となる50以上を推移し、仕入価格指数は高水準を維持したほか、在庫もひっ迫している状況も報告された。片や、雇用指数は49.1と50を下回る結果となった。雇用側が引き続き労働者の採用に苦慮しているといった声がある一方、先行き不透明感から雇用を抑制しているといったコメントもあり内容は強弱入り交ざっている。業種別にみると、18の業種のうち16業種で業況の改善が確認されている。なお、ブルームバーグの予想では、11月の結果を53.5としている。

また、9日(金)に12月ミシガン大学消費者マインド(速報)が公表される。11月の結果(確報)は56.8と速報ベースから上方修正されるも5か月ぶりの悪化。現在の景況感、先行き期待感共に低下した。インフレの長期化の影響は根強く、株式市場や住宅市況の変動も大きくなっていることから消費意欲が削がれている可能性が指摘された。また、1年先のインフレ期待は+4.9%と、10月の+5.1%から減速した。減速は8月以来となる。とは言え、エネルギー価格に落ち着きが出つつあるものの、引き続きFRBが目指す2%の水準には程遠い状況にある。11月FOMC議事要旨においてもインフレの収束に目途が立たない状況が指摘されており、金融引き締めを通じた需要の抑え込みは続きそうな地合いである。また、5年～10年先のインフレ期待は+3.0%と引き続き3%近辺での推移が続いた。なお、12月の結果についてブルームバーグの事前予想ではミシガン大学消費者マインドを56.8と低位推移を見込んでいる。
- 本邦では、8日(木)に7～9月期GDP(確報)が発表予定。速報ベースでは前期比年率で▲1.2%と4四半期ぶりのマイナスに落ち込んだ。純輸出の寄与度が▲0.7%ポイントまで広がったことや、比較対象となる前期(4～6月期)が上方修正されている点も影響した。実質GDPに交易条件の改善・悪化(交易利得・損失)を加味した実質GDIの悪化はより顕著となっており、資源高や円安に伴って交易損失が拡大し、両者の乖離が広がったことが今般数字としてくっきりと現れた。なお、確報ベースでは若干の上方修正が見込まれており、ブルームバーグの事前予想では前期比年率▲1.0%としている。

| | 本 邦 | 海 外 |
|----------|---|---|
| 12月2日(金) | ————— | <ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏10月生産者物価指数 ・米11月雇用統計 |
| 5日(月) | <ul style="list-style-type: none"> ・11月非製造業PMI(確報) | <ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏非製造業PMI(確報) ・ユーロ圏12月センチックス投資家信頼感指数 ・ユーロ圏10月小売売上高(確報) ・米10月製造業受注 ・米11月ISM非製造業景気指数 |
| 6日(火) | <ul style="list-style-type: none"> ・10月家計支出 | <ul style="list-style-type: none"> ・米10月貿易収支 |
| 7日(水) | <ul style="list-style-type: none"> ・10月景気動向指数(速報) | <ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏7～9月期GDP(確報) |
| 8日(木) | <ul style="list-style-type: none"> ・11月景気ウォッチャー調査 ・10月経常収支 ・7～9月期GDP(確報) | ————— |
| 9日(金) | ————— | <ul style="list-style-type: none"> ・米11月生産者物価指数 ・米12月ミシガン大学消費者マインド(速報) |

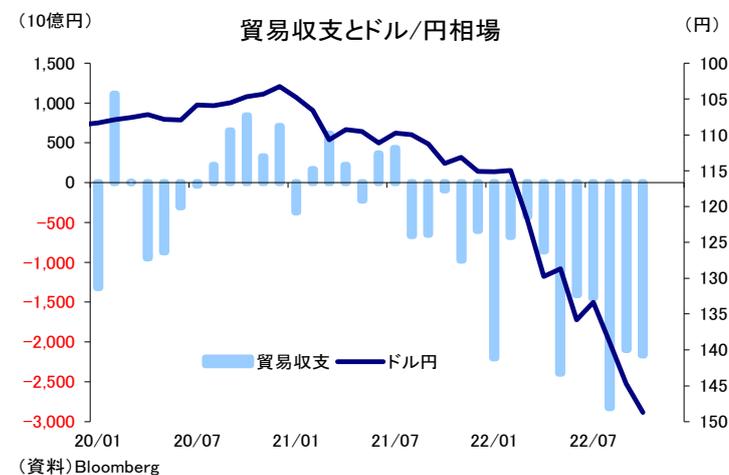
【当面の主要行事日程(2022年12月～)】

- FOMC (12月13～14日、1月31～2月1日、3月21～22日)
- ECB政策理事会 (12月15日、2月2日、3月16日)
- 日銀金融政策決定会合 (12月19～20日、1月17～18日、3月9～10日)

3. 135 円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～

「米金利低下に伴うドル売り」 vs. 「貿易赤字に伴う円売り」

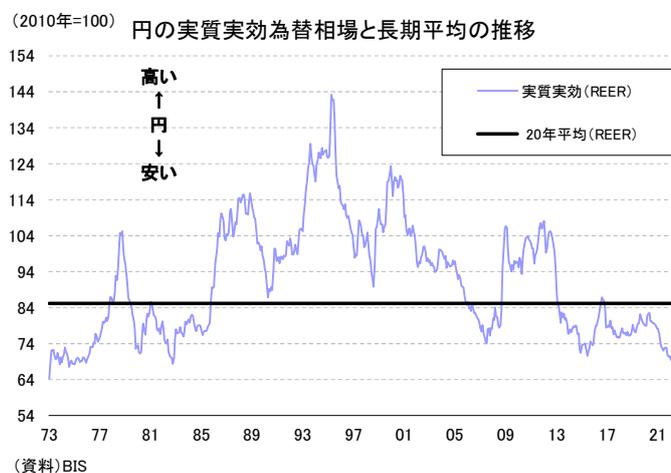
米金利主導でのドル安を背景にドル/円相場の調整が続いている。8月中旬以来、3か月ぶりの135円台ということもあり、「円安は終わった」との言説が支配的になりつつある。しかし、年後半の米インフレ率のピークアウトとそれに合わせたFRBの利上げペース減速は元々指摘されていたストーリーである。今後の大局観として「ドル全面高による円売り」の部分は米金利低下と共に引き続き巻き戻しが予想されるものの(図)、どこかで「円全面安による円売り」という岩盤に当たることになる



と筆者は考えている。確かに日米金利差とドル/円相場の相関は安定していたが(右図・上)、それは貿易赤字とドル/円相場の間にも成立する話だ(右図・下)。今後は「米金利低下に伴うドル売り」と「貿易赤字に伴う円売り」の綱引きになる。前者はFRBの情報発信と共に新味のある材料として受け止められるため価格形成に影響しやすいが、後者は月1回の貿易統計でしか注目されるタイミングが無い。しかし、東京外為市場において「円を売る人が多い」という需給環境も軽視すべきではないだろう。まずは年度内のレンジを検討するにあたって、今年の半値戻しとなる130円付近というのが1つの目安だろうか。

名目円高では終わらない「安い日本」

また、過去の本欄でも繰り返し論じている点だが、名目ベースの円安終了が「安い日本」の終わりを意味するわけではない。この点を押えない限り、再び日本の問題点が名目円高と共に糊塗されてしまう恐れがある。「安い日本」の真の姿は名目為替相場に加えて、内外物価格差も考慮した実質実効為替レート(REER)で可視化される。10月時点の円のREERは1971年8月以来の低水準で推移している。これを名目ベースの円高・ドル安だけで説明するのは困難であり、あらゆる財・



サービスに関して内外価格差が開いた結果、実質ベースでの円安相場が形成されているというのが実情である。それは結局のところ、「日本だけ賃金が上がらない」といういつもの問題意識に却ってくる。

具体例を見てみよう。ビックマックの値段は米国で 5.15 ドル、日本では 410 円である。ここから算出されるビックマック平価は 80 円弱であり、1 ドル 100 円になっても日本のビックマックの方が安い。類似のことはビックマック以外の身近な商品（例えばスターバックスの飲料など）でも表現可能である。また、今年 9 月、日本でも話題となった米国の最低賃金の話を思い返したい。今年 9 月 5 日、米カリフォルニア州では州内のファストフード店従業員を対象に最低賃金が時給 15 ドルから最大で時給 22 ドルまでの引き上げを可能にする法律が成立した。22 ドルは 135 円で換算しても 2970 円である。日本の場合、全国で一番高い東京都の時給が最低賃金で 1072 円なのでカリフォルニア州の 3 分の 1 程度のイメージになる。仮に、1 ドル 100 円まで円高・ドル安が進行してもカリフォルニア州の最低賃金は 2200 円で東京都の倍だ。結局、名目為替相場の世界で円高が進んでも、世界との物価格差が消滅するわけではなく、だからこそ円の REER は低空飛行を余儀なくされることになる。世界はそれをもって「安い日本」を体感することになる。日本人が世界で消費する時には高く、外国人が日本で消費する時には安く感じる世界だ。ドル/円相場だけを見て「円安は終わった」との言説が支配的になるのはいつものことだが、世界との差はそれだけで縮まるほど小さいものではなくなっている。

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

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|-------------|---|
| 2022年12月1日 | まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢 |
| 2022年11月29日 | ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～ |
| 2022年11月28日 | FOMC議事要旨を受けて～開き幅縮小に新味なし～ |
| 2022年11月25日 | 週末版 |
| 2022年11月24日 | 投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況 |
| 2022年11月22日 | 消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI |
| 2022年11月21日 | 最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～ |
| 2022年11月18日 | 週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲慘な状況～) |
| 2022年11月17日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分) |
| 2022年11月16日 | FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～ |
| 2022年11月15日 | 実質ベースで考えるドル/円相場へのオーバーシュート |
| 2022年11月14日 | ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～ |
| 2022年11月11日 | 週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～) |
| 2022年11月10日 | 金利面から見たドル/円相場の現状と展望 |
| 2022年11月9日 | ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～ |
| 2022年11月4日 | 週末版 |
| 2022年10月28日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～) |
| 2022年10月27日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～ |
| 2022年10月25日 | 製造業の国内回帰報道をどう理解するか? |
| 2022年10月24日 | 圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～ |
| 2022年10月21日 | 週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～) |
| 2022年10月19日 | 天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～ |
| 2022年10月18日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分) |
| 2022年10月17日 | 通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～ |
| 2022年10月17日 | トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～ |
| 2022年10月14日 | 週末版 |
| 2022年10月13日 | FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～ |
| 2022年10月12日 | 「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味 |
| 2022年10月11日 | 年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド |
| 2022年10月7日 | 週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえず利上げ停止は不可能～) |
| 2022年10月6日 | 水際対策完全撤廃を前に論点整理 |
| 2022年10月4日 | 散見され始めたドル暴落説を検証する |
| 2022年10月3日 | 「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第 |
| 2022年9月30日 | 週末版 |
| 2022年9月27日 | 伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか? |
| 2022年9月26日 | 英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け |
| 2022年9月22日 | 週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～) |
| 2022年9月20日 | EUI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) |
| 2022年9月13日 | 円安抑止としての日本版HIAの可能性 |
| 2022年9月12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 | 円安更新はここまで続くのか～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か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 | パリテ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) |
| 2022年8月15日 | 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の再投資柔軟化はここまで可能なのか? |
| 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) |
| 2022年7月14日 | 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8日 | 週末版(世論に効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) |
| 2022年6月16日 | FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～ |