

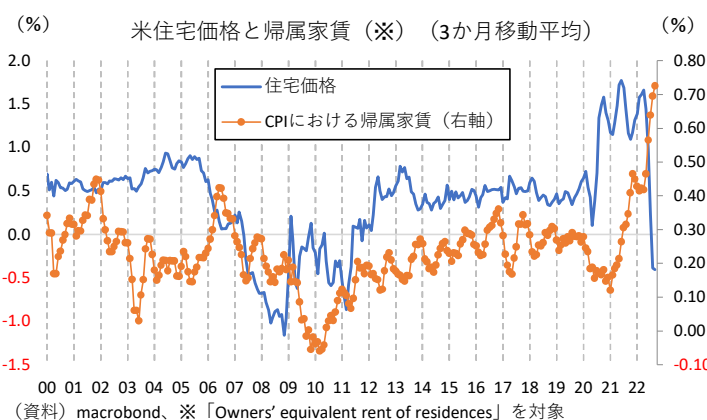
みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 14 日)

米 11 月 CPI を受けて～円相場に対する見方は不変～

米 11 月消費者物価指数(CPI)の確かな減速を確認したところでドル/円相場は 137 円付近から 135 円台まで急落。もっともベース効果の剥落は元より、資源価格の下落基調なども踏まえれば、CPI の減速は「分かっていた話」だ。今後、家賃の下落とともに CPI は一段と下がるだろう。また、今回の結果を受けても「3 月には利上げが停止、ターミナルレートは 4.75～5.00%程度」という市場の見方に大きな修正は生じていない。円相場にとって重要な視点は FRB が静観の構えに入る可能性が高い 4～6 月期以降、依然として残るだろう大きな日米金利差と低下するボラティリティに市場がどう反応するか。IMM 通貨先物取引の状況を見ると「ドル高の終わり」が「ユーロ安の終わり」に直結している印象は強いが「円安の終わり」に直結しているというイメージはない。今次円安には米国要因ではなく日本要因も作用している。CPI 減速は前者の話であるため、後者の話に何らかの進展がない限り、際立った円高の動きは期待できないように思える。

～CPI 後も金利予想に大きな修正はない～

昨日のドル/円相場は米 11 月消費者物価指数(CPI)の確かな減速を確認したところで米金利低下と共にドル売りの流れに乗って 137 円付近から 135 円台まで急落している。もっともベース効果の剥落は元より、資源価格の下落基調なども踏まえれば、CPI の減速は「分かっていた話」でもある。市場予想との齟齬が話題になるのは仕方ないにせよ、新味のある話とは言えない。今後の注目点を 1 つ挙



げるとすれば、やはり家賃動向だろう。CPI の 3 割を占める帰属家賃に関しては、既存契約分が直ぐには調整しないためまだ大きな押し上げ寄与を保っているが、図示されるように、既に金利急騰に合わせて住宅価格の調整は顕著に始まっている。貸し手にとっては「仕入れ値」である住宅価格が下がってきている以上、帰属家賃主導で CPI はまだ十分下がる余地がある。

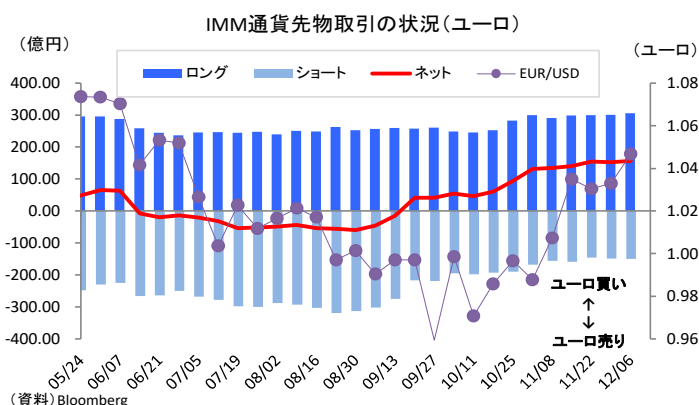
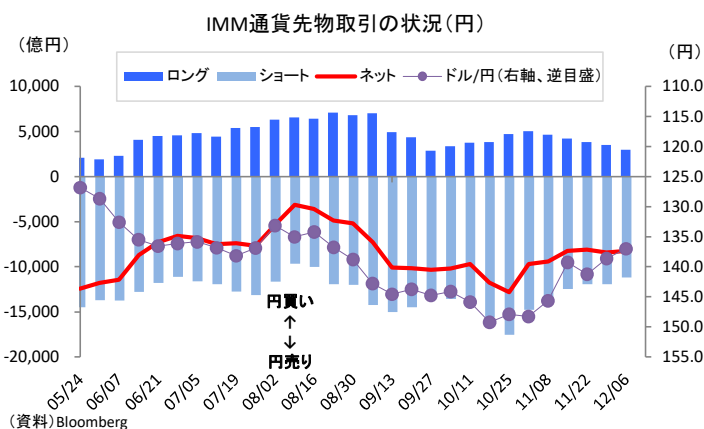
為替市場にとって重要な FF 金利先物の織り込み状況は、統計発表直後の本日時点で従前の「3 月には利上げが停止、ターミナルレートは 4.75～5.00%程度」という市場の見方に大きな修正はない。昨日の本欄でも確認したように、1～3 月期は米利上げのペースダウンと停止が主要テーマであり、それ自体が米金利低下とドル安を引き起こす中で円高地合いになりやすいだろう。しかし、問題は FRB が静観の構えに入る可能性が高い 4～6 月期以降、依然として残るであろう大きな日米金利差と低下するボラティリティに円相場がどのように反応するかだ。普通に考えれば調達通貨

としての魅力を強めそうであるが、異なる展開があるのだろうか。

～ドル売りは円買いではなくユーロ買いに直結～

なお、IMM 通貨先物取引の動向に目をやると、米国のインフレ減速が顕著になっていることを確認した今でも投機筋における円売り姿勢が顕著に後退しているようには見えない。一時 152 円に接近した 10 月下旬を境としてドル/円相場は急速に円高へ振れているが、この間に投機筋のネットポジションが顕著に円買いへ傾斜したという印象はない。確かに円ショートポジションは緩やかに縮小しつつあるが、同時に円ロングポジションも緩やかに縮小しつつあり、結果としてネットポジションが 11 月に入ってからあまり動いていない(右図・上)。これがユーロになると顕著に「ロングが増えて、ショートが減っている」という構図でネットポジションがユーロ買いに傾斜していることが分かる(右図・下)。「ドル高の終わり」が「ユーロ安の終わり」に直結している印象は強い。片や、「ドル高の終わり」が「円安の終わり」に直結しているというイメージは抱けない(少なくとも投機筋のポジションからは)。

今年の本欄では繰り返し強調してきた点だが、今次円安は「ドル高の裏返し」という性格だけではなく、膨大な貿易赤字やインフレが懸念される世界でも続けられるマイナス金利という確かなファンダメンタルズに支えられている。それは米国要因ではなく日本要因であるため、FRB のタカ派色が薄くなっても残る論点である。今後、資源価格が顕著に下落し、日銀新体制で利上げが検討されるなど踏み込んだ展開があればそうした日本要因も解消に向かうだろう。しかし、現時点でメインシナリオにするには危うい話である。インフレ減速や利上げペース減速を織り込みながらも 135 円までしか下がらないという現状が、決して米国要因だけではない今次円安の性質を示しているようにも思える。引き続き来春以降も円高地合いが続くというコンセンサスは警戒的に見たいと考えている。



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13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(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～)
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～利上げ幅縮小に新味なし～
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～購買力の悪化は悲惨な状況～)
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～
	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18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
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	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～)