

## みずほマーケット・トピック(2022年12月23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: 史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～

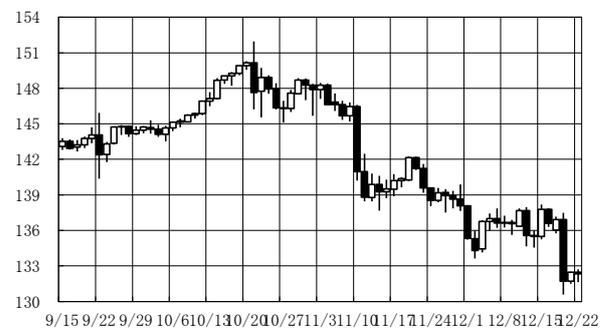
### 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週前半の日銀関連のヘッドラインを受けて急落した。週初19日、136.56円でオープンしたドル/円は、政府と日銀による共同声明の内容に一喜一憂する展開となり、136円を挟むレンジ推移となった。海外時間は、米金利上昇を受け137円付近まで上昇した。20日、ドル/円は仲値にかけて実需のドル買いが入り一時週高値となる137.46円まで上昇も、正午過ぎに日銀金融政策決定会合の結果が公表され、「イールドカーブコントロール(YCC)の許容変動幅を±0.5%程度へ拡大」する旨の声明が発表、133円台前半へ急落した。黒田日銀総裁は会見で金融緩和姿勢継続を再三強調したものの、海外時間にかけても円買いは止まらず、一時週安値となる130.58円まで下押し、8月以来の安値を記録した。引けにかけては円買いが一巡し、131円台後半に戻した。21日、ドル/円は一日を通して動意に欠ける展開の中、前日の反動もあり132円台前半にじりじりと上昇した。22日、ドル/円は日米金利差縮小を受け131円台後半に下落。海外時間は、米7～9月期GDP(確報)が市場予想を上回ったことが材料視され、米金利上昇とともに132円台半ばまで上昇した。本日のドル/円も、引き続き132円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは1.06を挟んで上下に振れるも、結局小幅な上昇に留まった。週初19日、1.0585でオープンしたユーロ/ドルは、独12月IFO企業景況感指数が市場予想を上回ったことを受け一時1.06台後半まで上昇も、その後の米金利上昇の動きに1.05台後半まで下落した。20日、ユーロ/ドルは日銀関連のヘッドラインを受け上下するも、対円でのドル売りが優勢だったこともあり1.06台前半に上昇した。21日、ユーロ/ドルは独1月GfK消費者信頼感が市場予想を上回ったことが好感されたが、対円でのドル買いが波及し1.06付近に反落した。22日、ユーロ/ドルは米金利低下を追い風に一時週高値となる1.0659まで値を上げたが、ロンドン・NY時間には堅調な米経済指標を受け、一時週安値となる1.0573まで下落した。本日のユーロ/ドルは、ユーロに買い戻しが入り、1.06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			
		12/16(Fri)	12/19(Mon)	12/20(Tue)	12/21(Wed)	12/22(Thu)
ドル/円	東京9:00	137.75	136.56	137.00	131.88	132.40
	High	137.80	137.15	137.46	132.53	132.72
	Low	136.30	135.76	130.58	131.50	131.65
	NY 17:00	136.73	136.92	131.71	132.48	132.38
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0639	1.0585	1.0612	1.0624	1.0607
	High	1.0663	1.0658	1.0657	1.0646	1.0659
	Low	1.0584	1.0576	1.0579	1.0590	1.0573
	NY 17:00	1.0584	1.0607	1.0623	1.0606	1.0600
ユーロ/円	東京9:00	146.52	144.53	145.36	140.17	140.42
	High	146.52	145.47	145.81	140.76	140.66
	Low	144.66	143.89	138.81	139.70	139.99
	NY 17:00	144.66	145.28	139.90	140.41	140.15
日経平均株価	27,527.12	27,237.64	26,568.03	26,387.72	26,507.87	
TOPIX	1,950.21	1,935.41	1,905.59	1,893.32	1,908.17	
NYダウ工業株30種平均	32,920.46	32,757.54	32,849.74	33,376.48	33,027.49	
NASDAQ	10,705.41	10,546.03	10,547.11	10,709.37	10,476.12	
日本10年債	0.25%	0.25%	0.40%	0.48%	0.39%	
米国10年債	3.49%	3.59%	3.69%	3.67%	3.69%	
原油価格(WTI)	74.29	75.38	76.23	78.29	77.49	
金(NY)	1,800.20	1,797.70	1,825.40	1,825.40	1,795.30	

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、クリスマスから年末に向かう中、大きなイベントは予定されていない。年明け以降では、1月4日(水)に12月ISM製造業景気指数、6日(金)に12月ISM非製造業景気指数が発表される。11月の結果は、それぞれ49.0、56.5となった。製造業は10月から1.2低下し、2020年5月以来の50割れとなった。仕入れ価格指数の低下等から供給制約の緩和が確認できる一方で、新規受注指数や生産指数が軟調で、今後の製造業部門の縮小が示唆される結果だった。実際、全18対象業種のうち活動拡大を示したのは8業種に限られた。一方、非製造業は10月から2.1上昇し、市場予想の53.5を大きく上回った。製造業同様に供給制約の緩和が確認できたうえ、需要の底堅さを背景に活動指数や雇用指数がヘッドラインの押し上げに大きく寄与した。ただし、新規受注指数は4か月連続で低下しており、外需の動向には注意が必要だろう。業種別では13業種が活動拡大を示したものの、10月の16業種からは減少した。なお、12月の結果に関し、ブルームバーグの事前予想ではそれぞれ48.5、55.0となっている。そのほか、経済指標としては6日(金)に12月雇用統計が公表予定となっている。

中銀関連では、4日(水)にFOMC議事要旨(12月会合分)が発表予定となっている。12月会合では市場予想通り利上げ幅は縮小し+50bp、政策金利であるFF金利は4.25%~4.50%に引き上げられた。公表された政策金利見通しでは、2023年末が5.125%と前回(9月)対比で+50bp上方修正され、ターミナルレートの引き上げが示唆された。加えて、スタフ経済見通しにおいては個人消費支出(PCE)デフレーターに関し、2023~25年見通しはコアベースで「+3.5%→+2.5%→+2.1%」と、前回対比で2023年が+0.4%ポイント、2024年が+0.2%引き上げられている。ターミナルレート、インフレ見通しの引き上がりから考えれば、FRBはインフレ抑制に向け今後も利上げ姿勢を崩さない可能性が高いだろう。パウエルFRB議長は、次回会合での利上げ幅はデータ次第と発言し、+50bp継続に加え+25bpへの減速双方の可能性を残した。議事要旨においては、足許で減速を見せているインフレに対するスタフの認識や、今後の利上げ幅に関する考え方を確認したい。
- 本邦では、27日(火)に11月失業率/有効求人倍率が公表される。失業率について、10月は2.6%となり事前予想を0.1%上回ったものの、9月から変化はなかった。完全失業者は178万人(季節調整後、以下同様)と前月比▲5万人と減少したものの、就業者数も6736万人と前月比▲7万人と減少したことなどにより失業率は横ばいとなった。失業率は下げ止まりの様相を呈しており、2021年半ばから続いた雇用環境回復が一服したものと考えられる。一方、有効求人倍率は1.35倍と市場予想と一致し、10か月連続で上昇した。また、同指数に先行性を持つ新規求人倍率も2.33倍と3か月ぶりに上昇しており、一部の業種では人手不足が確認できる結果となった。なお、11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は2.6%、有効求人倍率は1.36倍となっている。

	本 邦	海 外
12月23日(金)	・11月全国CPI	・米11月個人消費支出(PCE)デフレーター ・米12月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米11月新築住宅販売件数
26日(月)	・11月企業向けサービス価格指数	—————
27日(火)	・11月失業率/有効求人倍率 ・11月小売売上高 ・11月百貨店・スーパー売上高	・米11月卸売在庫(速報) ・米10月FHFA住宅価格指数 ・米12月リッチモンド連銀製造業指数 ・米12月ダラス連銀製造業活動指数
28日(水)	・日銀金融政策決定会合 主な意見(12月会合分) ・11月鉱工業生産(速報)	・米11月中古住宅販売仮契約
29日(木)	—————	—————
30日(金)	—————	—————

### 【当面の主要行事日程(2023年1月~)】

日銀金融政策決定会合(1月17~18日、3月9~10日、4月27~28日)  
 FOMC(1月31~2月1日、3月21~22日、5月2~3日)  
 ECB政策理事会(2月2日、3月16日、5月4日)

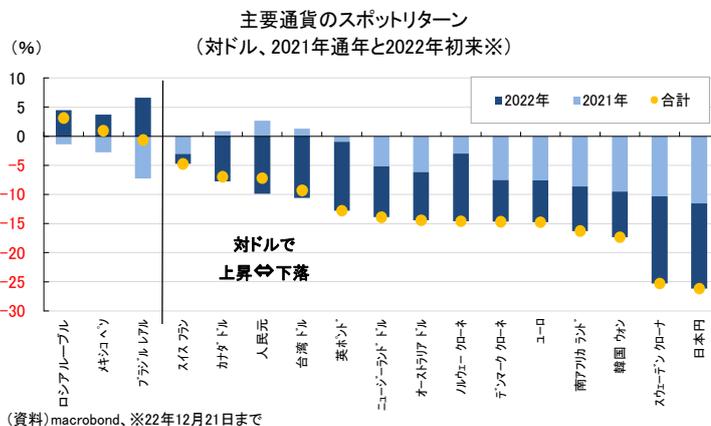
本年の「みずほマーケット・トピック」は本日で最終号となります。本年もご愛読有難うございました。

来年も何卒宜しくお願い致します。12月26日(月)発行予定の『中期為替相場見通し』をぜひご参照下さい。 唐鎌大輔

### 3. 史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～

#### それでも最弱通貨だった円

周知の通り、ドル/円相場は11月以降、急速に円高方向へ値を戻している。日銀が想定外の政策修正に踏み出した12月20日に至っては1日のドル/円相場の下落率が▲3.81%とロシア・LTCM(ロングターム・キャピタル・マネジメント)危機のあった1998年10月7日以来、約24年ぶりの大きさだという。しかし、それでも本稿執筆時点で推移している131～132円という水準は今年の値幅(38.47円)の半分も戻せていないことを思えば、いかに「史上最大の円安の年」が凄まじいものだったのかを逆に思い知らされる。なお、図は主要通貨の対ドル変化率に関して、2021年通年の変化率と2022年初来の変化率(12月21日時点)を積み上げて比較したものだ。11月以降の急騰を加味して、ようやく2番目に弱いスウェーデンクローナと肩を並べるくらいであり、最弱通貨の地位自体は基本変わっていない。



「押し目」としての円高と割り切るべきか？

ドル/円相場の歴史は「円高の歴史」であり、一方的な円高相場に悩んだことはあっても、一方的な円安相場に悩んだことはなかった。それは「円高が常態で円安は一過性」もしくは「円高が悪で円安が善」という先入観を日本社会にかなり強く植え付けた。リーマンショック後の超円高局面を経て、その反動が一気に噴出したのがアベノミクスだった。しかし、振り返れば2012年頃から日本の貿易黒字は消滅し、2022年以降は貿易赤字の水準が一段切り上がるようになった。海外環境を見ても、インフレ格差に応じた内外金利差は恐らく高止まりする公算が大きそうである。内外の経済・金融環境を踏まえると、今後は「円安が常態で円高は一過性」というパターンに変わっていく可能性は否めない。それはドル建て資産への投資にあたって「円高は押し目」と視座を切り替えることを意味する。

もちろん、来年4月に発足する日銀の次期体制がマイナス金利解除の上、複数回の利上げを検討したり、資源価格のさらなる急落を経て日本の貿易収支が大幅改善したりするなど、2022年の日本円が直面していた環境が180度変わっていくのであればその限りではない。しかし、そうした展開は市場参加者が抱くリスクシナリオではあってもメインシナリオにはなり得ない。マイナス金利解除には総括的検証に類するステップが必要であろうし、2023年の資源も含めた財やサービスの物価は2022年よりは改善するというだけで日本の貿易赤字がなくなるという状況にまでは至らないだろう。円を取り巻く金利や需給の環境が段差を伴って急変するという合理的な予想は難しい。「米国の利上げが停まる」という一点だけをもってドル/円相場が100～110円という元々いたレンジに回帰することができるのだろうか。

## 流行語大賞としての「悪い円安」

今年の本欄では頻繁に国際収支発展段階説を用いて「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」への移行可能性と円安相場との関係を議論してきた(表)。その正否は事後的にしか分からないものの、「未成熟

国際収支の発展段階説					現在	未来?
	①未成熟な債務国	②成熟した債務国	③債務返済済国	④未成熟な債権国	⑤成熟した債権国	⑥債権取り崩し国
経常収支	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字
財・サービス収支	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字	赤字
第一次所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
対外純資産	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
金融収支	黒字	黒字	赤字	大幅赤字	赤字	黒字

(資料)筆者作成

な債権国」から「成熟した債権国」への移行は 2012 年頃からの約 10 年間で完了した。10 年単位の月日で見なければ分からない局面変化を 1 年程度の相場予想に落とし込むのは難しいが、少なくとも今年日本で流行った「悪い円安」というフレーズは明らかに「通貨安に悩む国」を象徴している。古来、通貨安は途上国の悩み、通貨高は先進国の悩みである。上述したような「円高が悪で円安が善」は文字通り、先進国の悩みとしての通貨高だったのかもしれない。「悪い円安」というフレーズが流行語大賞に入った 2022 年、円ひいては日本経済の発展段階が何かしらの岐路に立っている可能性を案じずにはいられない。その思いは拙著『「強い円」はどこへ行ったのか』(日経プレミアシリーズ)につづらせて頂いた。2023 年はドル/円相場の「押し目」を確認しつつ、その後に到来しそうな円安リスクから目を離すべきではないと筆者は考えている。そのストーリーラインとこれにまつわる上下双方向のリスクに関しては本欄 12 月 13 日号『23 年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約』などをご参照頂ければと思う。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.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21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
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～
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?～懸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～