みずほマーケット・トピック（2023 年 3 月 10 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：1 周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～

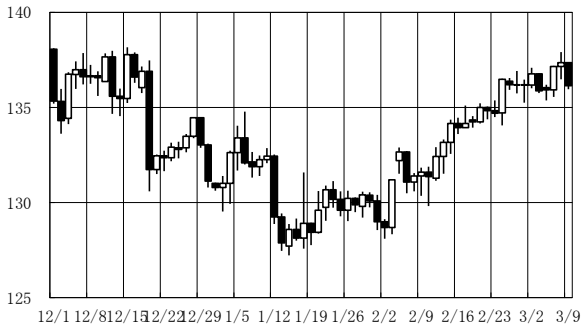
1．為替相場の動向（関連レポート：「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」）

- 今週のドル/円相場は、パウエルFRB議長のタカ派な発言を受け上昇も、その後は上昇幅を縮小した。週初6日、136.03円でオープンしたドル/円は、米金利が低下する中、一時週安値となる135.38円に下落。海外時間も米金利の動向につられる展開となり、135円台後半でのレンジ推移となった。7日、ドル/円は相場材料に欠いて136円付近で推移。海外時間は、パウエル議長による議会証言の原稿が公表されると、「利上げペースの加速の用意」、「ターミナルレートの引き上がりの可能性」等タカ派な内容が材料視され、137円を目指す展開。証言は特にサプライズはなかったが、ドル買いが続き137円台に続伸した。8日、ドル/円は米金利続伸を背景に一時週高値となる137.90円まで上値を伸ばした。海外時間は材料難の中、米金利低下を受け一時136円台半ばに下落も、引けにかけては米金利反転を背景に137円台前半に値を戻した。9日、ドル/円は日銀金融政策決定会合を控え警戒感から円買い相場となり、136円台後半に下落。海外時間は、米新規失業保険申請件数が市場予想を下回り、労働市場の軟化が意識され米金利低下とともに136円付近まで下押した。本日のドル/円は、ドル売りが一服し、136円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、パウエル議長の議会証言を背景に下落し、その後も上値重く推移した。週初6日、1.0626でオープンしたユーロ/ドルは、株式市場の堅調推移や、円買い・ドル売りの影響で連れ高となって、一時週高値となる1.0694に上昇。7日、ユーロ/ドルは週高値付近で推移も、NY時間にはパウエル議長の議会証言に端を発した米金利上昇を受け、1.055付近に下落した。8日、ユーロ/ドルはドル買い継続で一時週安値となる1.0524まで続落も、その後は米金利上昇が一巡して1.05台半ばに値を戻した。9日、ユーロ/ドルは軟調な米雇用指標を受けて米金利が下落幅を拡げると、1.05台後半にじり高推移した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.05台後半での取引となっている。

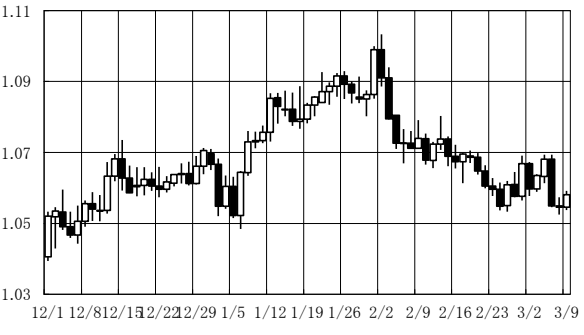
今週のおもな金融市場動向（出所：ブルームバーグ、みずほ銀行）

		前週末	今週			
		3/3(Fri)	3/6(Mon)	3/7(Tue)	3/8(Wed)	3/9(Thu)
ドル/円	東京9:00	136.73	136.03	135.99	137.40	137.25
	High	136.76	136.17	137.19	137.90	137.33
	Low	135.75	135.38	135.56	136.48	135.95
	NY 17:00	135.81	135.93	137.16	137.37	136.13
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0599	1.0626	1.0685	1.0549	1.0549
	High	1.0638	1.0694	1.0694	1.0574	1.0591
	Low	1.0589	1.0615	1.0546	1.0524	1.0539
	NY 17:00	1.0634	1.0684	1.0548	1.0544	1.0583
ユーロ/円	東京9:00	144.84	144.57	145.32	144.93	144.59
	High	145.03	145.37	145.42	145.20	144.79
	Low	144.29	144.12	144.57	144.25	143.63
	NY 17:00	144.45	145.23	144.65	144.84	144.06
日経平均株価		27,927.47	28,237.78	28,309.16	28,444.19	28,623.15
TOPIX		2,019.52	2,036.49	2,044.98	2,051.21	2,071.09
NYダウ工業株30種平均		33,390.97	33,431.44	32,856.46	32,798.40	32,254.86
NASDAQ		11,689.01	11,675.74	11,530.33	11,576.00	11,338.36
日本10年債		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
米国10年債		3.96%	3.96%	3.97%	3.99%	3.91%
原油価格(WTI)		79.68	80.46	77.58	76.66	75.72
金(NY)		1,854.60	1,854.60	1,820.00	1,818.60	1,834.60

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、14 日(火)に 2 月消費者物価指数(CPI)の公表を予定している。1 月の結果は+6.4%(前年比、以下同様)と 12 月の+6.5%からわずかながら減速、7 か月連続の鈍化となったものの、市場予想の+6.2%を上回った。また、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでも+5.6%と 12 月の+5.7%から 4 か月連続で減速したものの、市場予想の+5.5%からは上振れた。資源価格下落の一服や供給制約緩和の影響減退を背景に非コア価格(食料・エネルギー)やコア財価格のインフレ率は下げ渋りの兆候を示している。一方で、コアサービス価格に関しては居住費価格、居住費除くコアサービス価格いずれも減速が確認されており、賃金上昇がインフレを加速させるスパイラルに陥るリスクは幾分か低減しつつあるようだ。もっとも、総合・コアともにインフレ鈍化のペースが落ちつつあることも事実であり、FRB による引き締めがより長期化する可能性を高める結果だったとも言える。なお、ブルームバーグの事前予想では、2 月の結果に関し総合ベースで+6.0%、コアベースで+5.5%と見込んでいる。

・ 欧州では、16 日(木)に ECB 政策理事会が開催予定。前回 2 月会合では+50bp の利上げを継続、主要政策金利は 2008 年以来の高水準となった。声明文で「3 月会合でも+50bp 利上げの意向」と利上げの予告を行った点が注目された。ラガルド ECB 総裁も「相当強い決意」と述べており、今回会合でも+50bp の利上げが確定的だ。注目は 4 月以降の利上げパスであるが、ラガルド総裁は 12 月会合で「スタッフ経済見通しはターミナルレートの 3%を前提としているが、結果としてインフレ見通しは 2%に戻れないことになっている」と述べている。この発言に沿えば利上げは依然不十分ということになり、4 月以降も複数回の利上げが行われる可能性が非常に高い。また、四半期に一度更新されるスタッフ経済見通しに加え、ラガルド総裁による今後の利上げに関する発言にも注意を払いたい。

・ 本邦では、15 日(水)に政府、経済界、労働組合との間で政労使会議が開催される。第 2 次安倍政権以来、8 年ぶりの開催となる。同日が大企業の春闘の集中回答日となっている中で、松野官房長官は「目下の物価高に対する最大の処方箋は物価上昇に負けない継続的な賃上げを実現すること」と述べており、大企業のみならず今後の中小企業の労使交渉においても賃上げの動きを促す意図があると見られる。継続的な賃上げの達成は今春以降日銀が正常化を進める上でも重要な要件でもあり、企業の賃上げの動きは例年以上に注目が集まっている。

	本　　邦	海　　外
3 月 10 日(金)	・2 月企業物価指数 ・黒田日銀総裁会見	・独 2 月消費者物価指数（確報） ・米 2 月雇用統計 ・米 2 月財政収支
13 日(月)	――――――――――――	・ユーロ圏財務相会合
14 日(火)	――――――――――――	・米 2 月 NFIB 中小企業楽観指数 ・米 2 月消費者物価指数
15 日(水)	・日銀金融政策決定会合議事要旨（1 月会合分） ・春闘集中回答日 ・政労使会議	・ユーロ圏 1 月鉱工業生産 ・独 1 月経常収支 ・米 2 月小売売上高 ・米 2 月生産者物価指数
16 日(木)	・2 月貿易収支 ・1 月コア機械受注 ・1 月鉱工業生産（確報）	・ユーロ圏 ECB 政策理事会 ・米 2 月輸出/輸入物価指数
17 日(金)	――――――――――――	・ユーロ圏 2 月消費者物価指数（確報） ・ユーロ圏 10～12 月期労働コスト ・米 2 月鉱工業生産 ・米 3 月ミシガン大学消費者マインド（速報）

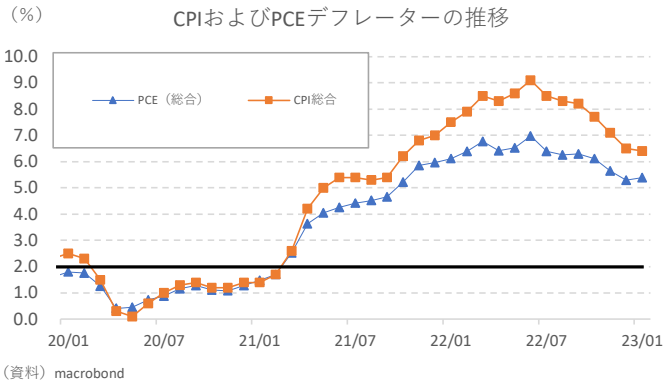
【当面の主要行事日程(2023 年 3 月～)】

ECB 政策理事会（3 月 16 日、5 月 4 日、6 月 15 日）
FOMC（3 月 21～22 日、5 月 2～3 日、6 月 13～14 日）
日銀金融政策決定会合（4 月 27～28 日、6 月 15～16 日、7 月 27～28 日）

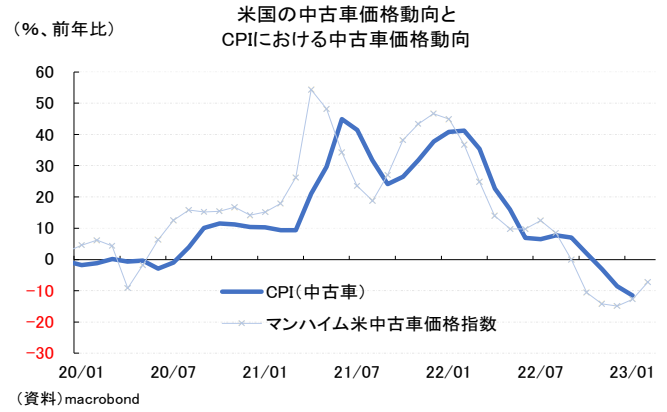
3. 1 周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～

利上げ 1 周年、減速しないインフレ率

FRB が利上げ路線に入ってから今月でちょうど 1 年になる。2022 年 3 月 15～16 日の FOMC で+25bp の利上げに踏み込んで以降、FRB は計 8 回の利上げで+475bp、政策金利を引き上げた。2022 年 6 月に消費者物価指数（CPI）は+9.1%、個人消費支出デフレーター（PCE）は+7.0%とピークをつけた後、今年 1 月にはそれぞれ+6.4%、+5.4%まで減速しているが、安定的に 2%と言えるまで収束はしていない（図）。インフレを項目別に議論すれば様々な議論が可能だが、例えば中古車価格の近況などは気になる。昨年上半期は中古車価格の上昇、下半期はその落ち着きが注目されるという経緯があった。この点、CPI における中古車価格（コア指数の 4%を占める）に先行するマンハイム中古車価格指数の反転が見られており、不穏な空気は感じられる。ここにきてパウエル FRB 議長がインフレ再加速やこれに応じた利上げ幅の再拡大を示唆し始めている近況とも平仄が合う動きと言える。元よりインフレ率に関して+10%から+5%へ鈍化することよりも+5%から+2%へ鈍化する方が難しいと言われていたわけだが、現実はその通りになっているように見える。



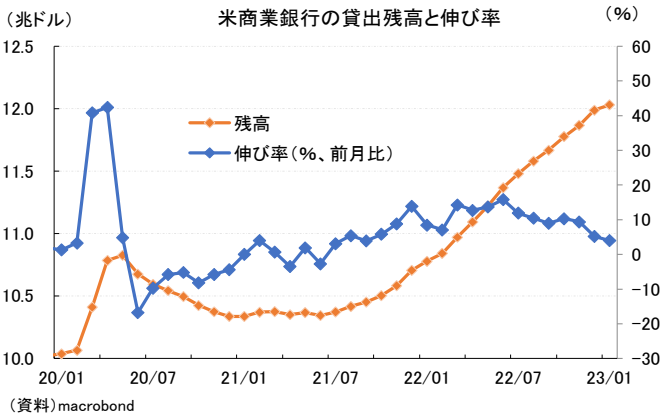
（資料）macrobond



（資料）macrobond

減らない貸出

もちろん、金融政策の効果が設備投資や住宅投資など金利感応度の高い経済活動の減速を通じて景気全体に効いてくるまで 1 年程度のラグがあるというのが通説である。よって、「これから効いてくるはず」というのが FRB の立場になりやすいはずで、本当に利上げ幅を再拡大させるのかは怪しいものがある。パウエル議長も昨日は「何も決まっていない」と市場が早々に+50bp への再拡大を織り込もうとする動きをけん制している。とはいえ、足許では上述の中古車価格に限らず米国のインフレ懸念再燃を示唆する材料が目に付く。予想以上に強かった雇用統計や小売売上高はその象徴だが、かねて本欄で注目している与信状況も際立った減速が見られていない。銀行貸出の伸びは過去半年で緩やかに減速しているものの、依然として前年比二ケタの増勢が続いている（図）。理論的な考え（貨幣数量説）に沿えば、未だ過剰流動性（ベースマネー）を潤沢に抱えている米国の銀行部門経由でマネー



（資料）macrobond

サプライが伸びて、これがインフレを押し上げることが予見される。

方向転換には雇用・賃金の減速まで確認する必要

以上のように、少なくとも貸出は減らず、物価も+5%近傍にある状況で、利下げ期待を念頭に置いたドル安シナリオを謳うのは危険というのが率直な状況である。昨年 11 月以降に進んできた円高相場が短命に終わったことも必然だろう。もっとも、利上げ幅が+75bp に達したのは昨年 6 月の話であり、それ以降 4 回連続（11 月まで）で引き上げられた経緯がある。その引き締め効果が完全に米経済の足枷となるのはこれからのはずで、利上げ 1 周年の現在ではない。よって、もう少し時を置けば、実体経済の減速が露呈し、利上げの停止が既定路線になってくる可能性は依然はある。だが、2021 年 11 月以降にタカ派へ急旋回したパウエル体制の FRB は「インフレ抑制的な対応がバイデン政権の支持率向上にも資する」という思惑込みで政策を運営している可能性もある。その真偽は定かではないが、仮にそうだとすれば、従前の利上げ効果を当て込んで「いずれインフレは下がってくるので利上げを停止し、利下げも議論する」というフォワードルッキングな情報発信は今の FRB には恐らく難しいだろう。

かかる状況下、遅行系列である雇用・賃金指標までしっかり減速し、ヘッドラインのインフレ率がまとまった幅で低下したことを確認しない限り、FRB としても現行のタカ派路線を明示的に急旋回することはないと予想する。そして、それは恐らく年内に起きる話ではない。少なくとも、CPI や PCE デフレーターが 5%を超えている状況で利下げ議論に触れることが許されるはずもなく、それゆえにドル安主導の円高シナリオもやはり実現可能性が低いというのが昨年来変わらない筆者の基本認識である。

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に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
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版（賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～）
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版（本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～）
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年1月分）
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～）
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版（当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～）
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版（史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～）
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年12月分）
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版（依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～）
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版（史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～）
2022年12月21日	日銀の政策修正関する論点整理～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？～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～