

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 8 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:円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～	

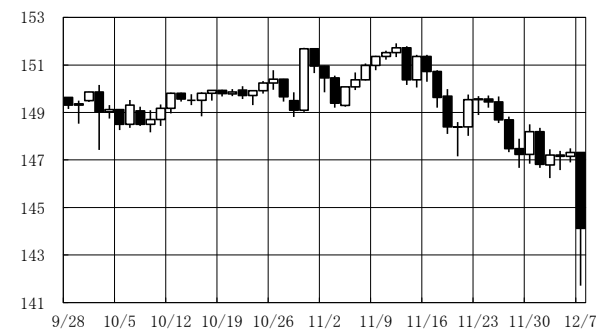
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、日銀の金融引き締め期待の高まりから円が買われ、一時142円を割り込んだ。週初4日、146.38円でオープンしたドル/円は、米金利の持ち直しを受け、146円台半ばでじり高推移。海外時間は、材料に欠ける展開の中、米金利上昇を背景に147円台に乗せた。5日、ドル/円は米金利続落や日本株の下落を受け、147円を割り込んだ。海外時間は、強弱入り混じる米経済指標を受け上下も、米11月ISM非製造業景気指数の強い結果がより材料視され、147円台に乗せる展開となった。6日、ドル/円は材料難の中、上に往って来い。海外時間は、米金利上昇を受け147円台半ばに上昇も、米11月ADP雇用統計や米7～9月期単位人件費(確報)の弱い結果が嫌気され、上値は限定的となった。7日、ドル/円は植田日銀総裁による「年末から来年にかけて一段とチャレンジングな状況になる」との発言を受け、前日の氷見野日銀副総裁の発言も相まって、マイナス金利解除観測の高まりから円金利が急上昇し、円が買われ146円付近に下落。海外時間は、円買い相場が続き一時4か月ぶりの安値となる141.60円に急落後、引けにかけては144円付近に水準を戻した。本日のドル/円は、円買いが続く中、143円台で値動きの激しい取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、独金利低下を受け、1.08を割り込んだ。週初4日、1.0886でオープンしたユーロ/ドルは、米独金利差拡大を受け、1.08台前半に下落した。5日、ユーロ/ドルはシュナーベル・ECB専務理事のハト派な発言を受けた独金利続落を背景に、1.08を割り込んだ。6日、ユーロ/ドルはECBの早期利下げ期待に歯止めがかからない中、独10月製造業受注の軟調な結果も嫌気され、独金利が続落する流れに合わせて1.07台後半でじり安推移となった。7日、ユーロ/ドルは、独金利低下を背景に週安値となる1.0756に下落も、米金利低下や欧州株上昇が下支えとなり、一時1.08台を回復した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.07台後半での取引となっている。

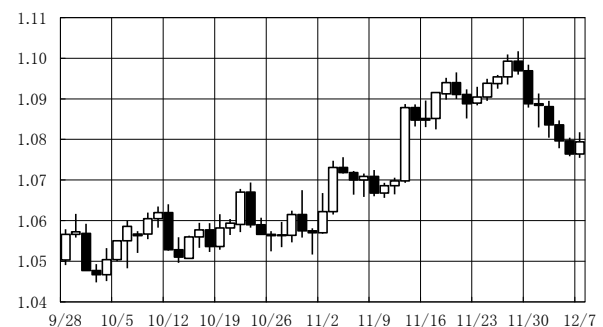
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		12/1(Fri)	12/4(Mon)	12/5(Tue)	12/6(Wed)	12/7(Thu)	
ドル/円	東京9:00	148.01	146.38	147.30	147.18	147.18	
	High	148.33	147.44	147.39	147.50	147.29	
	Low	146.66	146.24	146.57	146.90	141.60	
	NY 17:00	146.81	147.20	147.15	147.30	144.18	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0895	1.0886	1.0838	1.0794	1.0767	
	High	1.0912	1.0895	1.0847	1.0805	1.0818	
	Low	1.0829	1.0804	1.0779	1.0760	1.0756	
	NY 17:00	1.0884	1.0836	1.0797	1.0764	1.0793	
ユーロ/円	東京9:00	161.17	159.35	159.63	158.86	158.47	
	High	161.75	159.80	159.69	159.09	158.57	
	Low	159.65	158.72	158.60	158.40	153.22	
	NY 17:00	159.75	159.53	158.87	158.62	155.56	
日経平均株価		33,431.51	33,231.27	32,775.82	33,445.90	32,858.31	
TOPIX		2,382.52	2,362.65	2,342.69	2,387.20	2,359.91	
NYダウ工業株30種平均		36,245.50	36,204.44	36,124.56	36,054.43	36,117.38	
NASDAQ		14,305.03	14,185.49	14,229.91	14,146.71	-	
日本10年債		0.70%	0.69%	0.67%	0.64%	0.75%	
米国10年債		4.21%	4.26%	4.16%	4.11%	4.15%	
原油価格(WTI)		74.07	73.04	72.32	69.38	69.34	
金(NY)		2,089.70	2,042.20	2,036.30	2,047.90	2,046.40	

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、12日(火)～13日(水)にFOMCが開催される。11月会合では、今次利上げ局面で初めて、2会合連続で政策金利を据え置いた。声明文では、特段大きな変更こそなかったものの、金融環境の引き締まりを意識させる変更がなされた。会合前における米長期金利上昇を受けたものと推察され、議長会見からも、それが利上げの代わりの効果を発揮している、といったトーンが窺えた。ただし、パウエルFRB議長は、利上げ再開は困難という考え方を否定する発言を行っており、「FOMCが十分に景気抑制的な水準に達したかは自信がない」「FOMCが問うのは追加利上げの是非」と述べたことから、政策スタンスは依然として上向きだ。もっとも、「(9月時点のドットチャートで示唆されたあと1回の追加利上げは)計画ではなく、予測は時間とともに変化する」とも語っており、利上げ再開に対し前のめりといった印象はなかった。足許では、10月消費者物価指数の下振れなどもあり、市場では利上げ打ち止めを確信する向きが優勢で、一部では早期の利下げも期待されている状況だ。もっとも、大多数のFRB高官は早期の利下げをけん制する発言を重ねて行っており、12月会合でも、利上げ含みの姿勢は続くだろう。その点、新たに更新されるドットチャートにおける、24年末の政策金利水準には特に注目が集まる。
- 欧州では、14日(木)にECB政策理事会が開催される。10月会合では、11会合ぶりに各種政策金利の据え置きを決定。ラガルドECB総裁は、利上げが資金調達環境へ与える影響に関し、「23年末から24年1～3月期を通じて引き締め効果は持続する」とした。つまり、24年1～3月期までは従前の利上げが実体経済減速に効く想定であり、裏を返せば「利上げをしなくても引き締めが期待できる状況」が続くということだ。もちろん、政策判断は引き続きデータ依存であり、据え置きがピーク金利への到達を意味することではないとも語ったが、ECBが利上げ再開に至るには、それなりのサプライズが必要になる。一方、利下げに関しては、「議論することさえ完全に時期尚早」と一蹴した。足許では、域内の11月分のインフレ率が市場予想以上に鈍化したことなどを受け、市場は来年前半での利下げを約3回織り込んでいる。もっとも、妥結賃金の落ち着きはいまだ確認されておらず、織り込みは行き過ぎである可能性が高い。

	本 邦	海 外
12月8日(金)	・10月毎月勤労統計 ・7～9月期GDP(確報) ・10月国際収支 ・11月景気ウォッチャー調査	・独11月消費者物価指数(確報) ・米11月雇用統計 ・米12月ミンガン大学消費者マインド(速報)
11日(月)	・11月工作機械受注(速報)	—————
12日(火)	・11月国内企業物価指数	・独12月ZEW景気期待指数 ・米11月NFIB中小企業楽観視数 ・米11月消費者物価指数 ・米FOMC(13日まで)
13日(水)	・日銀短観(10～12月期)	・ユーロ圏10月鉱工業生産 ・独10月経常収支 ・米11月生産者物価指数 ・米パウエルFRB議長会見
14日(木)	・10月コア機械受注 ・10月鉱工業生産(確報) ・10月設備稼働率	・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米11月小売売上高
15日(金)	・12月製造業/非製造業PMI(速報)	・ユーロ圏12月製造業/非製造業PMI(速報) ・ユーロ圏10月貿易収支 ・ユーロ圏7～9月期労働コスト ・米12月NY連銀製造業景気指数 ・米11月鉱工業生産 ・米12月製造業/非製造業PMI(速報)

【当面の主要行事日程(2023年12月～)】

FOMC(12月12～13日、1月30～31日、3月19日～3月20日)

ECB政策理事会(12月14日、1月25日、3月7日)

日銀金融政策決定会合(12月18～19日、1月22～23日、3月18～19日)

3. 円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～

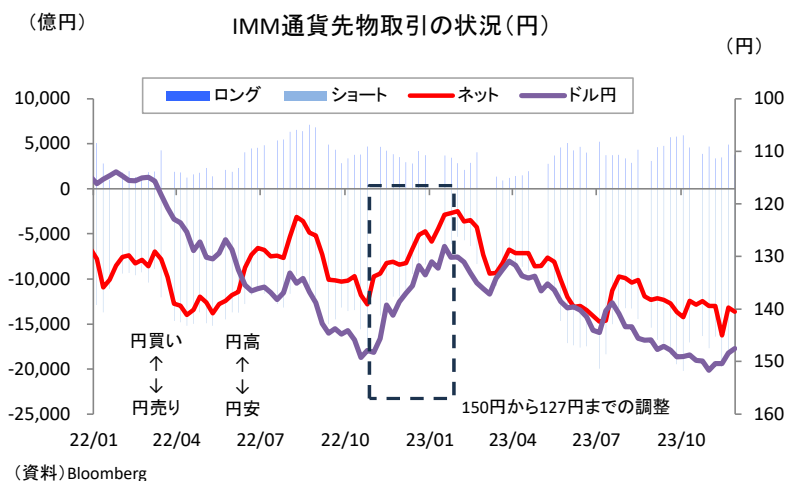
チャレンジングは「挑戦的」か、あるいは「困難な」なのか

昨日のドル/円相場は一時 141 円台後半と 4 か月ぶりの安値まで急落した。植田日銀総裁の参院財政金融委員会における発言がトリガーになっているのは間違いなさそうだが、米 11 月 ADP 雇用統計の弱い結果や IMF 高官による日銀への利上げ要請とも取れる発言など、短期間に複数の円買い材料が重なり、アルゴリズム取引を巻き込んだフラッシュクラッシュに至ったと見るのが妥当だろう。日次で確認できる ICE のドルインデックスはさほど下落していないことから、今回の動きが円を対象とした投機的取引であることが分かる。これほどの値幅を持った動きが持続力を持つことは考えにくい。

チェックすべき論点は多いが、やはり熟慮すべきは 7 日の参院財政金融委員会において植田総裁が「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになる」と述べたことの真意である。新聞各紙はこの「チャレンジング (challenging)」を「挑戦的」と訳し、来たるべきマイナス金利解除に備えた意気込みのように報じ、解除相場に至っている。しかし、普通、「チャレンジング (challenging)」は「困難な」や「難しい」と訳すものだろう。実質実効ベースでの歴史的な円安水準に加え、原材料価格はピークアウトしてはいるものの高止まりしている。結果、日本経済の交易条件を悪化せしめる状況は当面続くことが予想され、日銀が正常化に求める実質賃金上昇も多くを望めない状況がある。このような厳しい状況を「チャレンジング (challenging : 困難な)」と表現したのではないかと。だとすれば、それはごく一般的な心境を吐露したまでであり、解除相場は勘ぐり過ぎにも思える。もっとも、6 日には氷見野日銀副総裁も緩和解除による実体経済への悪影響は限定的であるかのような発言をしていたので、今後 18～19 日の会合が X デーになるのではないかとの思惑も分からなくはない。

セリングクライマックスになりやすい状況

2024 年のドル/円相場見通し概観は来週以降に改めて整理するが、今のところ「欧米中銀は利下げ、日銀は利上げが注目される年。だから円高になる」という言説が非常に多そうだ。細かい事実を捨象すれば確かにそうかもしれない。だが、もう少し解像度を上げれば「欧米中銀の利下げはいつになるか分からない、日銀の利上げはあったとしても 1 回」というのが実情に近いだろう。それだけで円高が持続するのか。過去の本欄でも議論したように、IMM 通貨先物取引に映る円ショートは今次局面で最大まで積み上がっており(図)、何かを契機として利益確定が必要な状況にあった。それが今回のチャレンジング発言であり、米経済指標の悪化であり、IMF からの利上げ要請であったということだろう。全てが 1～2 日のうちに集中したことも値幅を大きくした。2024 年に円安がピークを打つこと自体、『中期為替相場見通し』の想定通りだが、1 か月弱で 10 円近くの円高を正当化する材料は乏しい。得てしてフラッシュクラッシュはセリングクライマックスになりやすいことにも留意したい。もっとも、18～19 日に日銀会合が構えている以上、円売



論したように、IMM 通貨先物取引に映る円ショートは今次局面で最大まで積み上がっており(図)、何かを契機として利益確定が必要な状況にあった。それが今回のチャレンジング発言であり、米経済指標の悪化であり、IMF からの利上げ要請であったということだろう。全てが 1～2 日のうちに集中したことも値幅を大きくした。2024 年に円安がピークを打つこと自体、『中期為替相場見通し』の想定通りだが、1 か月弱で 10 円近くの円高を正当化する材料は乏しい。得てしてフラッシュクラッシュはセリングクライマックスになりやすいことにも留意したい。もっとも、18～19 日に日銀会合が構えている以上、円売

りにも勇気を要する時間帯であり、答えが出るまでは円買い優勢の時間帯が続きやすいだろう。

98 年と比較する愚

なお、1998 年 8 月から 10 月の 2 か月間、円キャリー取引の巻き戻しで 2 か月間のうちに約 145 円から約 115 円まで 30 円近く巻き戻された例を持ち出す論調も早速あるようだが、これは浅薄な議論と言わざるを得ない。1998 年は日本の金融危機直後で長期停滞が始まった時期とも言われるが、貿易収支で見れば史上最大の黒字を記録していたのが 1998 年（約+14 兆円）であった。円キャリー取引によって膨らんだ「投機の円売り」が「投機の円買い」に転じた上、貿易黒字に象徴される「実需の円買い」まで盤石だったのが 1998 年であり、結果として「投機の円買い」の影響が増幅されやすい状況にあった。2007～08 年の金融危機を皮切りに始まる超円高局面も同様であり、2007 年までの日本経済は円安バブルという言葉が出てくるほど貿易黒字という形で円安の恩恵にあずかっていた。そうした実需の素地があったからこそ、あれほどの震度で円高が発生したのだと筆者は考えている。過去 10 年で貿易黒字を失った日本経済に対して 1998 年や 2007 年以降と同じような値動きを当てはめようとするのは正しい分析態度ではない。

もちろん、フェアバリューの無い為替の世界においてあり得ないことはあり得ない。追加的なショック（例えば米国における金融危機など）が重なり、米利下げ観測が急浮上した場合などは筆者が想像すらしなかった円高（120 円割れなど）もあり得る。だが、150 円付近が 140 円付近に巻き戻ただけで超円高が復活したかのような騒ぎになる現状こそ、円の価値が過去 2 年で著しく減じられてしまった事実を示していると思う。なお、議論は別の機会に譲るが、名目ベースで円高になっても、実質ベースでの円安は殆ど修正されていないことこそ「安い日本」を考える上での根幹であることも忘れてはならない。

金融市場部
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
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾンプライム)値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECB/ハト派を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字