

Weekly FX Market Focus

尾河 真樹
ドル:「逆CPIショック」、今後の為替相場への影響は？
森本 淳太郎
欧州通貨:受動的な買い戻しが続く
石川 久美子
南アランド: 財政先行きには光明も、やはりリスク目立つ

「逆CPIショック」、今後の為替相場への影響は？

ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部長 チーフアナリスト

尾河 真樹

インフレ率の急低下がポジティブ・サプライズとなり、米金利低下、ドル安、株高の展開となった。しかしCPIはFRBの許容範囲を依然超えており、今週はFRB高官から市場の楽観に水を差すような発言が相次ぐ可能性もある。

今週のドル円予想レンジ

136.00-144.00円

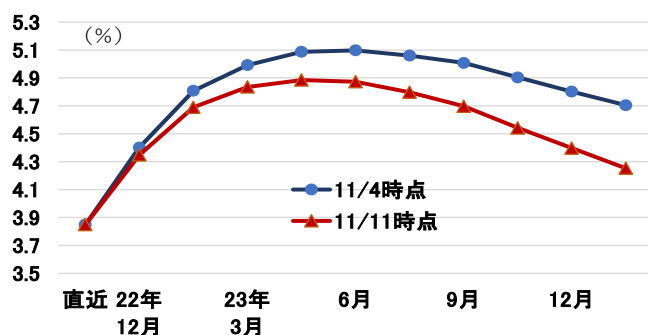
先週のドル円相場は大幅下落。これで4週連続の下落となったうえ、10日は一日で約6円もの下落幅となった。週間ベースでは約8円安の138円台後半で越週。米消費者物価指数(CPI)の伸び率が前年比7.7%(9月は同8.2%、市場予想は同7.9%)、食品とエネルギーを除いたコアが前年比6.3%(9月は同6.6%、市場予想は同6.5%)と、9月から大幅に減速したうえ、市場予想も大きく下回ったことがドル安の背景。これにより米長期金利も大幅に低下し、米10年債利回りは3.81%台で週の取引を終えた。FF金利先物では、米連邦準備理事会(FRB)の利上げペース鈍化が織り込まれるなかで、FF金利の最終到達点(ターミナルレート)の予想は、CPI公表後に5.0%を割り込んだ(図表1)。一方、米株式市場はインフレの鈍化と米長期金利の低下を好感し、大幅高に。NYダウは週間ベースで1,294ドル高の33,747ドルで終了した。

■今週の注目材料(いずれも現地時間)

- 【米】11月14日: プレイナードFRB副議長ほか・発言
- 【日】11月15日: 7-9月期GDP(速報値)
- 【豪】11月15日: RBA理事会議事要旨
- 【独】11月15日: 11月ZEW景況感調査
- 【欧】11月15日: 7-9月期GDP(改定値)、9月貿易収支
- 【米】11月15日: 11月NY連銀製造業指数、10月生産者物価指数、バーFRB副総裁ほか・発言
- 【英】11月16日: 10月消費者物価指数
- 【加】11月16日: 10月消費者物価指数
- 【米】11月16日: 10月小売売上高、バーFRB副総裁ほか発言
- 【米】11月17日: セントルイス連銀総裁ほか・発言
- 【欧】11月16日: ラガルドECB総裁・発言
- 【日】11月17日: 10月貿易統計(通関ベース)
- 【豪】11月17日: 10月雇用統計
- 【欧】11月17日: 10月消費者物価指数
- 【日】11月18日: 10月消費者物価指数
- 【米】11月18日: 10月中古住宅販売件数、ボストン連銀総裁・発言

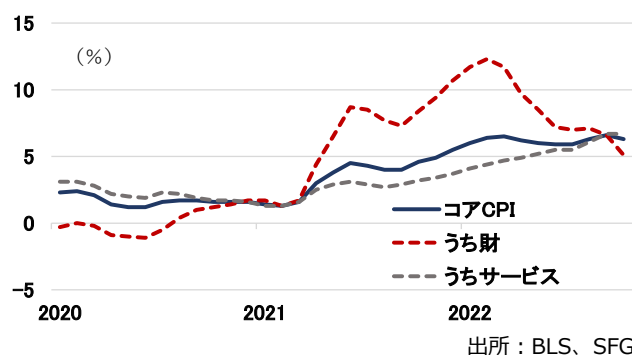
インフレの鈍化を市場が好感するのは無理もないが、やや過剰反応と言えそうだ。特にドル円については、日米実質金利差の縮小以上の急落となっており、おそらく短期筋のストップロスオーダーを巻き込んだポジション調整が下落を加速させたものとみている。テクニカル上は先週10日に143円33銭を割り込んだ段階で、日足一目均衡表の雲に入っていた。同雲下限の138円15銭付近ではさすがに一旦下げ止まるとみているが、仮に同水準も割り込むと、8月23日に付けた安値の135円82銭まで目立ったサポートはないため注意したい。

■図表1: FF金利先物の政策金利見通し(11/4、11/11時点)



インフレ率は確かに低下したものの、水準としてはまだFRBが十分と考えるには程遠い。特に、コアCPIの内訳をみると、財の価格は一段と低下した一方で、サービス価格は依然、高止まりしている(図表2)。サービス価格に大きな影響を与える家賃の前年比がまだ高止まりしていることに加え、同様にサービス価格への影響が大きい賃金が依然高い伸びを示していることも踏まえれば、暫くはインフレの高止まりが続くと見るべきではないか。また、このような形で市場が先走って楽観に傾くことで、かえってインフレが長引くリスクがある点には注意したい。米長期金利の急低下による実質金利の低下や株高によって、むしろインフレが長期化し、想定以上にターミナルレートを引き上げなければならなくなると、米国の景気後退は深刻なものになるだろう。もしも、景気悪化と高インフレの持続という、スタグフレーションに陥れば、利下げすることも困難になってしまう。このため、今週はFRB高官からの発言が相次ぐが、市場の楽観を戒める内容となる可能性もあり、注目したい。その場合は米長期金利の上昇とドルの反発に繋がるだろう。長期的にみれば、ドル円はほぼピークアウトしたとみているものの、12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)までは、まだドル円が大きく反発する可能性もあるとみている。ボラティリティの上昇にも引き続き警戒が必要だろう。

■図表2: 米コアCPI(財、サービス内訳)



市場予想を下回る米CPIを受け、ユーロやポンドは買い戻しが優勢に。7-9月期の英GDPはマイナス成長となり、英国はリセッションの入り口に立った。スナク首相の発表する中期財政計画を受けたポンドの不安定な値動きには要注意だ。

今週のユーロ円予想レンジ

140.00-146.00円

【ユーロ】先週のユーロは対ドルで大きく上昇。10日に発表された米国の10月消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ると、為替市場ではドル売りが優勢に。週末にかけてもドル売りの流れが継続し、ユーロドルは8月12日以来の1.03ドル台を回復した。一方、対ドルでの円の買い戻しが他通貨にも波及し、ユーロ円は軟調地合いとなった。ユーロはドルや円が主導の受動的な値動きが続いている。11月独ZEW景気期待指数は前月から小幅な改善が予想されているが、強い結果となればドル売り基調の中でユーロの買い戻しが強まる可能性も(図表2)。

【ポンド】先週のポンドは対ドルで大きく上昇した一方、対円では小幅安となった。ユーロと同様、先週は米CPIの発表を受けたドル全面安で、ポンドも押し上げられる格好となった。ポンドドルは8月26日以来の1.18ドル台に乗せて週末を迎え、トラス前首相の大規模な減税案の発表による急落(9月26日の安値=1.0350ドル)以降、緩やかながら右肩上がりの上昇が続いている。一方、対円の動きもユーロと同様、円が全面高となる中で軟調地合いとなった。ポンド円は163円台まで下落し、10月13日以来の安値となっている。なお、11日に発表された英国の7-9月期国内総生産(GDP)は、2021年1-3月期以来初めて前期比でマイナスとなった。英中銀(BOE)の予測では、政策金利が市場予想通りの水準まで上昇した場合は2024年10-12月期、3%で据え置きになった場合でも2024年4-6月期までマイナス成長が続くとの見通しであり、英国経済の長い苦境の始まりとなった。先週は米CPIの発表により大きくドル売りが進行したが、1回の指標に対する反応としてはやや行き過ぎのようにも見え、今後米連邦準備理事会(FRB)が再度タカ派姿勢を示す可能性もある。この場合、既にリセッション入りしたと思われる英国のポンドは売りの対象となりやすく、再度下落圧力が強まる可能性が高い。

今週は17日に、スナク首相が延期されていた中期財政計画の発表を行う。英紙テレグラフによれば、スナク氏は財務省が年金額や社会保障給付金の維持に更なる財源が必要だと警告したことを受け、現在45%である所得税の最高税率を引き上げるか、同税率が適用される最低所得水準を引き下げること検討しているという。最高税率の引き下げを発表したトラス前首相と対照的な案だ。中期財政計画での財政再建案が、高額所得者向けの増税など対象を絞った内容であれば、経済へのダメージを最小限にしつつ財政収支の改善が期待できるため、ポンドにとってもポジティブだ。ただ、より大規模な増税や国民保険料の引き上げなど、既にリセッション入りした英経済に追い打ちを掛ける施策が相次げば、これを嫌気したポンド売りが強まる可能性もある。市場の解釈が定まらないような内容となれば、ポンドは不安定な値動きが続く可能性もあり、注意が必要だ。なお、今週は16日に10月英CPIが発表される。市場では、コア指数は前年比+6.4%と前月から小幅に減速する一方、総合指数は+10.7%と加速することが予想されている(図表3)。ただ、米国と同様、予想外に上昇幅が小さかった場合、深刻なインフレと利上げが経済に及ぼす悪影響が緩和するとの思惑から、ポンド買いが強まる可能性もある。米国ではエネルギーや食料品以外の財の価格の低下が目立ったが、CPIの寄与度に占める財の割合が大きい英国でも同様の動きが見られれば、結果が市場予想を下回る可能性もあり得る。

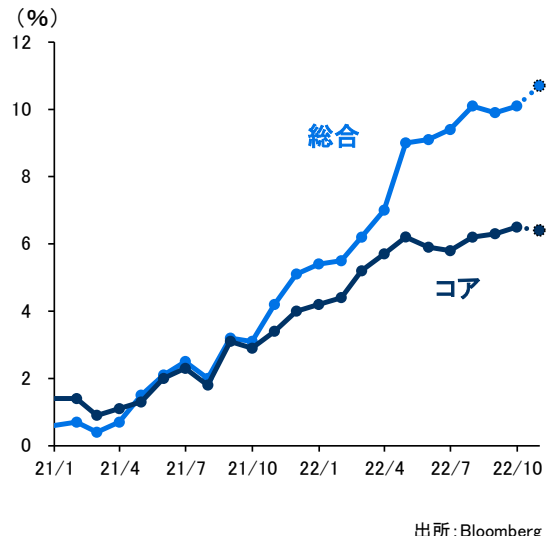
■図表1:ユーロチャート(日足)



■図表2:独ZEW景気期待指数



■図表3:英消費者物価指数



財政先行きには光明も、やはりリスク目立つ

南アランドは米ドルに翻弄される動きが続いており、そうした局面が継続する公算が大きい。同国の対GDP比の財政赤字縮小の見通しが示されたのはサポート要因だが、インフレや政治リスクが目立つ点には要注意。

今週の南アランド円予想レンジ

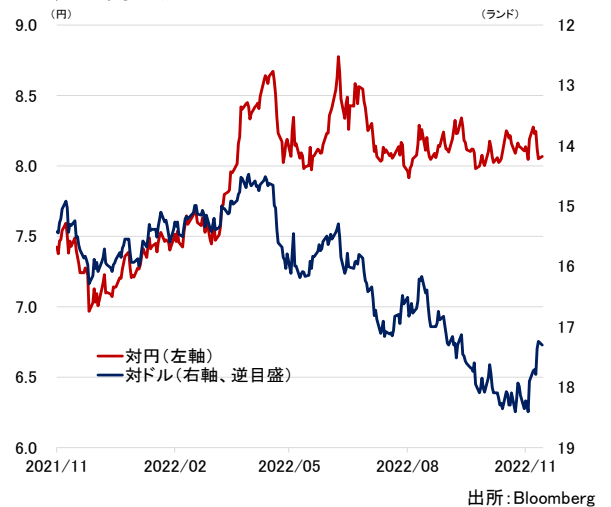
7.900-8.300円

南アランドは春先から対ドルで軟調な一方、対円では底堅い推移が続いていた。こうした乖離は、米国のタカ派的な金融政策を受けたドルの全面高に起因している。ただし、こうしたドル独歩高も10月下旬に一巡。米連邦公開市場委員会(FOMC)から相次いで将来の利上げペース鈍化や利上げ停止の可能性が示唆されたことで、ドル高が一巡したことが背景にある。さらに、11月に入って発表された10月の米雇用統計や10月消費者物価指数(CPI)などの結果を受けてドル売りが加速すると、ランドは対ドルで相対的に大きく値を戻す展開となった。

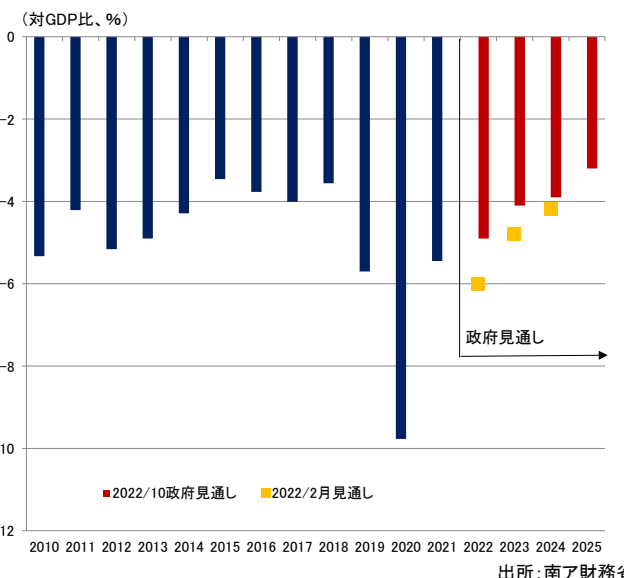
一方、南ア国内については、南ア財務省が10月26日に発表した2022年中期財政政策において、市場が注目する財政収支の対GDP比での見通しが上方修正された点が注目される(図表2)。この上方修正は、法人税を中心とする税収が2022年2月の予算時点の想定よりも伸びていることが反映されている。政府債務(対GDP比)も2022/23年度の71.4%をピークに低減していく道筋が示されており、この点は、南アの財政リスクが縮小していく可能性に期待が持てる。ただし、この税収増は、インフレ高進によって名目の課税所得が増加したことによる。必ずしも南ア経済の回復を意味しているものではない点には要注意だ。さらに、政権の先行きについても不安が残る。与党・アフリカ民族会議(ANC)今年12月に全国党大会を行う予定だ。ラマポーザ政権は財政健全化に積極姿勢を示しているが、党としてはズマ前大統領のように歳出拡大を求める圧力も依然として強い。この党大会において行われる執行委員会選挙において、こうした歳出拡大を求める勢力が台頭すれば、今回の財政政策で想定するよりも大規模な歳出拡大策が求められよう。そうなれば、こうした財政赤字の縮小見通しも下方修正を迫られる可能性がある。この場合、南アランドにも下押し圧力が掛かる。

一方、金融政策に関して、南ア中銀は引き続きタカ派的なスタンスを維持している。10月19日に発表された9月消費者物価指数は総合が前年比+7.5%と前月から伸びが鈍化している一方、コアに関しては同比+4.7%と、依然として高い。南ア中銀は9月の金融政策委員会では、75bpの利上げを3対2で決定したが、残りの2名は100bpの利上げを主張するなど、インフレに対する警戒感是非常に強いものの、景気配慮なども絡む微妙な採決となった。南ア中銀のインフレ見通しが7月時点の予想に対して7-9月の実績がこれを上回っていること、CPIコアの伸び率加速が続いていることを考慮すると、11月24日の金融政策委員会においては、再度タカ派色を強める可能性もあるだろう。教科書的には南アランドの追い風となる利上げだが、南アの依然として脆弱な実体経済を考慮すれば、こうした利上げはむしろマイナス要因視される可能性がある点には要注意だ。とはいえ、足下の外国為替市場全体を見ると、米ドル中心の非常にボラティリティの高い展開が続いている。先週は米CPIをきっかけに、市場は急激にドル売りに傾いており、モメンタム相場の様相だ。こうした中では、南ア国内の弱い要素が複数あるとしても、ドル安の半面で大きく上昇する状態が継続する可能性がある(P1で指摘したように、ドル反発の可能性もある)。当面のランド相場は、ドルを基本的に相場の方向感を確認せざるを得ない、主体性に乏しい状態が続くと考えられる。

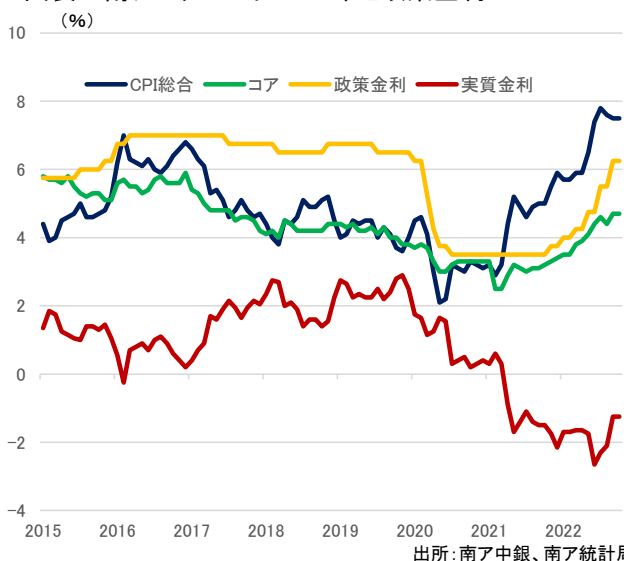
■ 図表1: 南アランドチャート



■ 図表2: 南アフリカの財政収支と政府見通し



■ 図表3: 南アフリカのインフレ率と政策金利



ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわ まき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



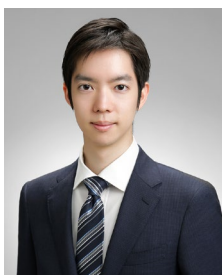
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

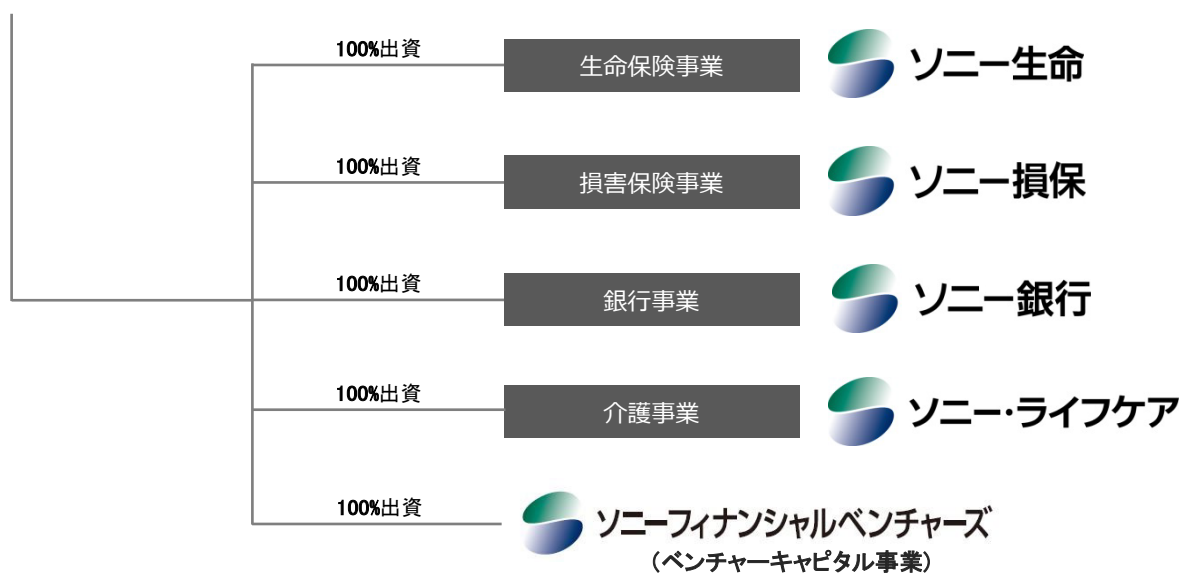
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>