

第85回機関投資家セミナー資料

ドル円は「ファンダメンタルズ」より「需給」**2021年度のドル円は「105円-110円 上下ヒゲ有り」予想****米中間選挙を考慮すると、米増税とテーパリング開始は年内？**

2021年7月8-9日

2021年4月～2022年3月の予想水準

ドル円	↓ ↑	106.50円～112.50円
ユーロ円		123円～132円に上方修正 (5/1)
米10年債利回り	↓ ↑	1.2%～2.3%

私は「リスクオフ」
「リスクオン」での
相場解説はしません



大和証券株式会社
金融市場調査部

チーフ為替ストラテジスト

今泉 光雄

(Mitsuo "Dave" Imaizumi)

Daiwa
Securities

前回、2月機関投資家セミナーの表紙

米景気回復、米欧景況感格差、欧州の景気回復の遅れ等々から、ユーロドル下落を見込んでいたが、ワクチン代金に絡んだユーロ買いや、予想以上に早く出てきた欧州テーパリング観測で、ユーロドルが底堅く、ハズレ

昨年のドル安見通しの横行時は誰も口にしなかったブレイクイーブン・レートが2月からいきなり注目され、期待インフレ率上昇期待が予想以上に早く強まったことと、昨年の「米マイナス金利期待」のポジションの「投げ」が予想以上に大きかったことで、ハズレ

第84回 機関投資家セミナー資料

PASSION
FOR THE
BEST

ドル円は「ファンダメンタルズ」より「需給」

2020年はM.SONSANにしてやられたドル円 だが

2021年は「105円-110円 上下ヒゲ有り」予想

2021年2月25日（木）

2021年の予想水準

ドル円 ↓ ↑ 103円～112円 (2020年 101.19～112.23 ↓ ↑ ↓)
(コア105円～110円 上下ヒゲ有り)

ユーロ円 ↑ 120円～128円 (2020年 114.43～127.23 ↓ ↑ ↑)

米10年債利回り ↑ 0.7%～1.5% (2020年 0.3137%～1.9440% ↓ →)



大和証券株式会社
金融市場調査部
チーフ為替ストラテジスト

今泉 光雄

(Mitsuo "Dave" Imaizumi)

Daiwa
Securities

注：本資料は、2021年2月18日までのデータで作成されています。

2021年のシナリオ (オリジナル2020/12/25作成、一部修正・加筆)

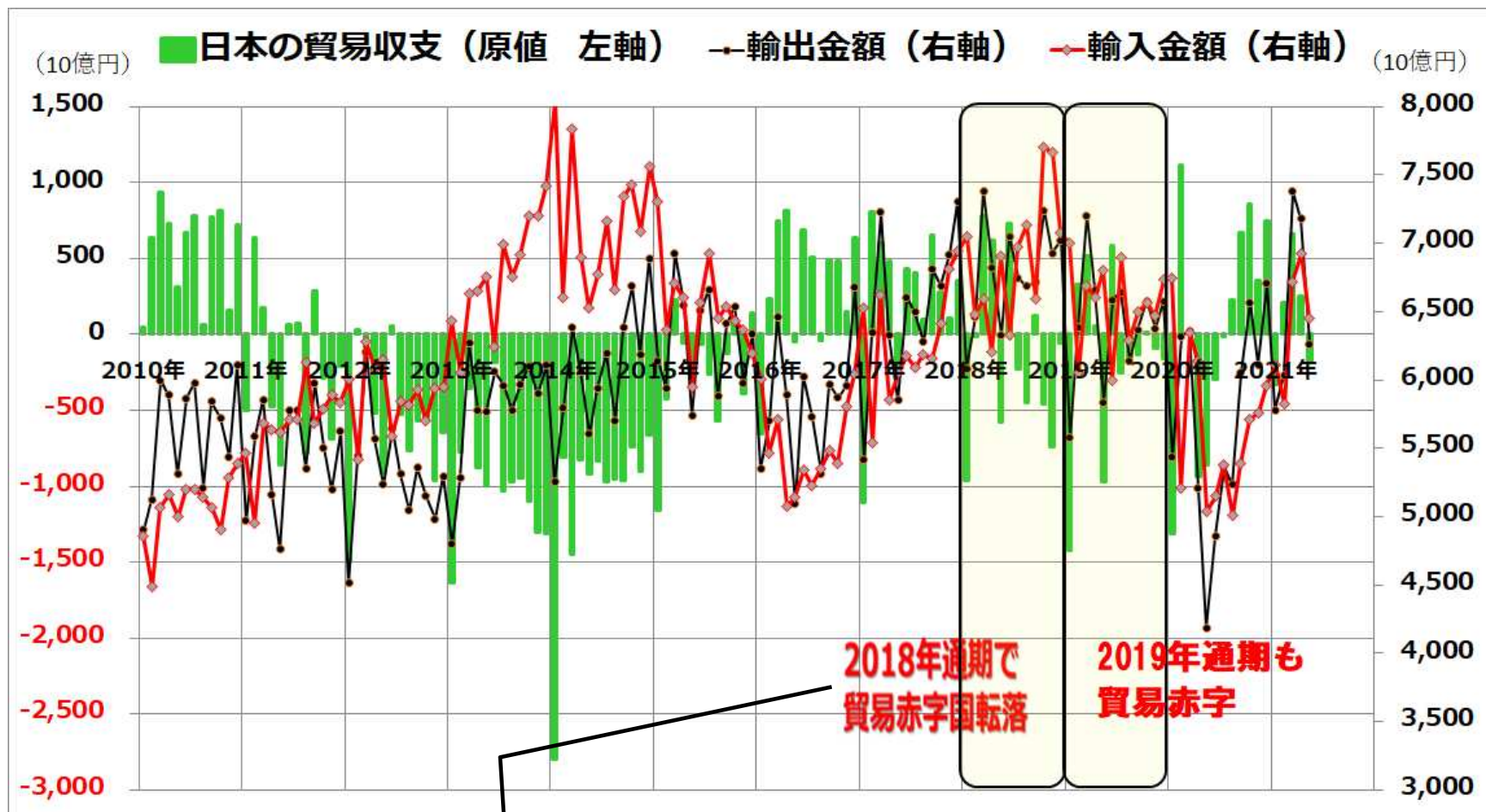
(12/15作成)	ドル円の予想	予想材料
2021年 1月～3月	104.00～109.00 ↓↑ (1/8修正) 103.00～109.00↑ <u>(確定) 102.59～110.97↑</u>	・日本勢の益出し・損切り・合わせ切り (リパトリ) ・ワクチン普及⇒著名人の経済・金利見通し上昇修正 ・米企業景況感改善 ・日本からのM&Aフロー ・WTI原油先物価格50dpb回復⇒日本の貿易収支が赤字に転落 (2/16 60dpb回復) (2月追加) ・著名人の米テーバリング観測⇒パウエル議長が否定 (2/15追加) ・ワクチン代支払いの円売り (3/31追記) ・海外子会社損失補填の円売り (期末仲値)
2021年 4月～6月	106.00～110.00 ↑ (4/2修正) 106.00～111.00↓↑ ユーロドルは 1.1500～1.1600 へ下落 (5/20修正) 1.2000前後へ下落	・特殊要因 (損失補填? M&A?) と平和ボケの円安から、いったん調整の円高 ・ワクチンの普及 vs. 変異種の台頭 ・米テーバリング見通しがちらほら出て来る (実際は現状維持) ・米消費者信頼感改善 ・トランプ関税撤廃 (2月追加) ・日本の貿易赤字が鮮明に (2月追加) ・日本からのM&Aフロー (2月追加) ・米非製造業景況感の改善
2021年 7～9月期	106.00～110.00→	・米増税議論 (観測のみ) ⇒富裕層のキャピタルゲイン税増税 法人増税議論 ・低所得者の学資ローン免除問題 ・高齢者・低所得者のオバマケア拡充議論
2021年 10月～12月	107.00～112.00↑	・海外勢の益出し・損切り・合わせ切り (リパトリ) ・中銀の外準調整 ・米テーバリング見通しがちらほら出て来る (現実味)
2022年 1月～3月	107.00～112.00↓	・米増税 (現実味) ⇒富裕層のキャピタルゲイン税増税 法人増税議論 ・日本勢の益出し・損切り・合わせ切り (リパトリ)

月足ドル円一目均衡表（予想105-110上下ヒゲあり）

原油価格上昇とM&A玉がドル円を底堅くする。
米金融政策をめぐる議論は、行ったり来たり相場を演出。



(需給の円安)日本の貿易収支（原値）の推移



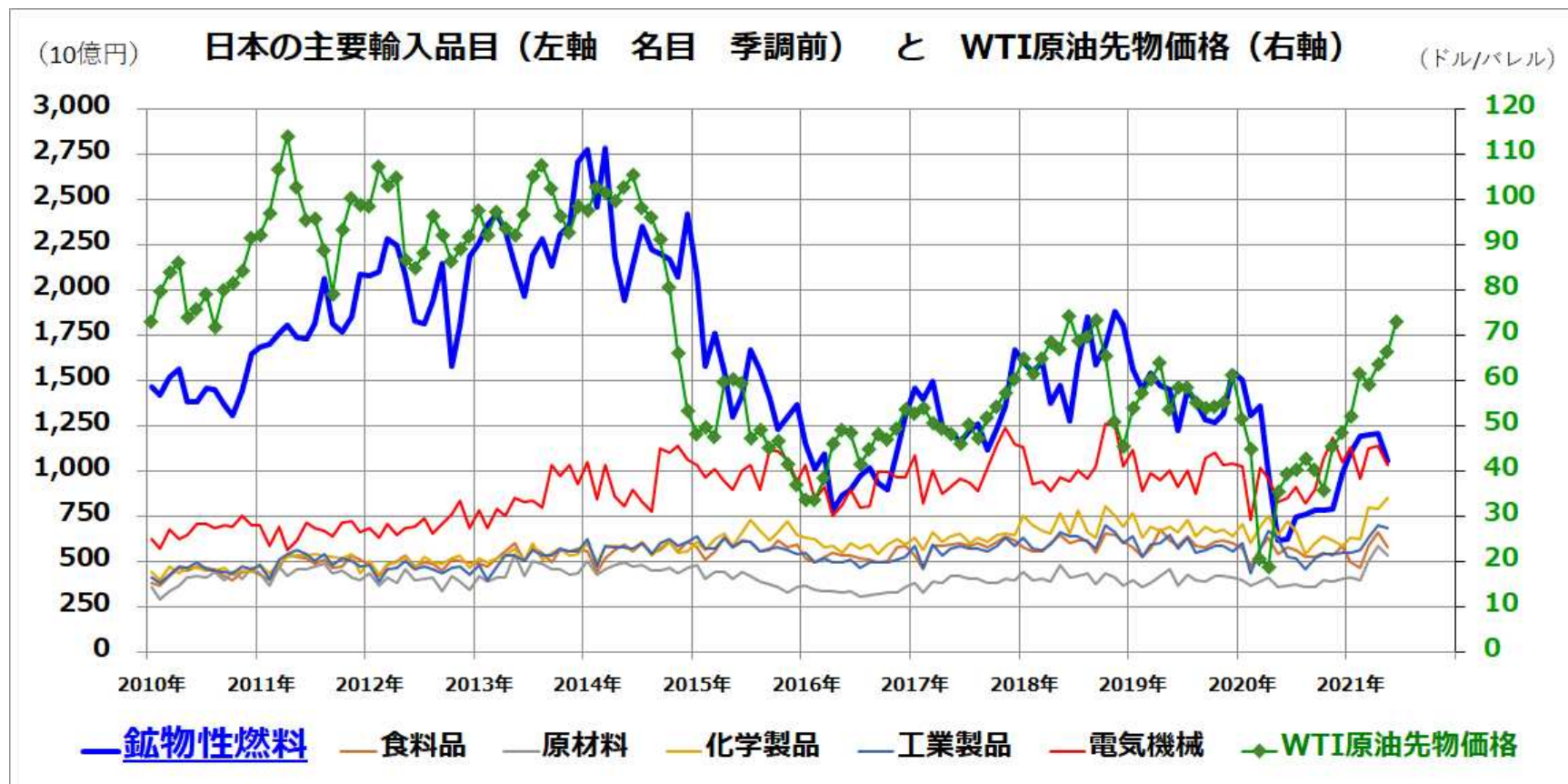
2018年通期
2019年通期
2020年通期

1兆2246億円の赤字
1兆6678億円の赤字
5634億円の黒字

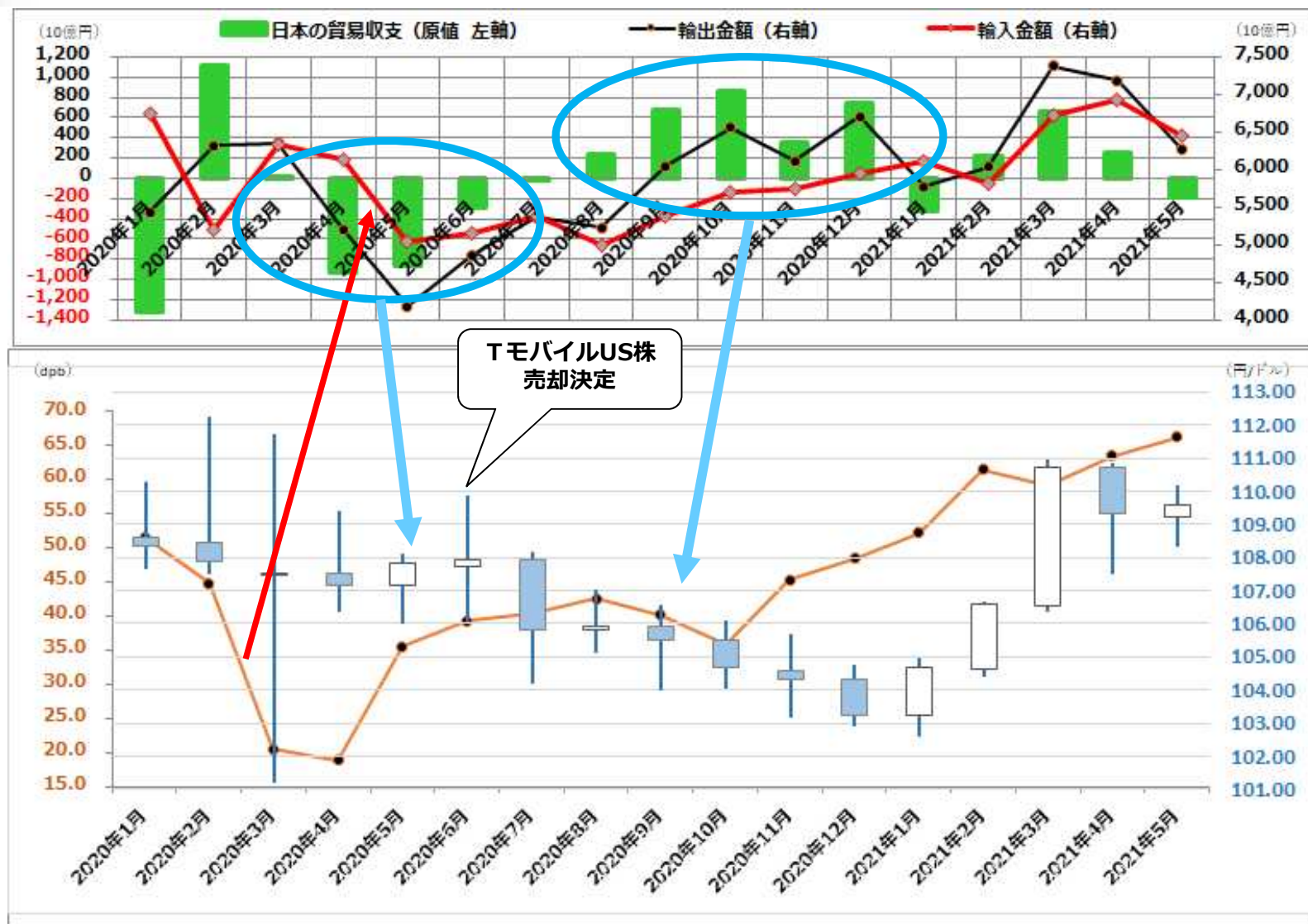
(需給の円安予想)日本の輸入総金額は原油価格次第

WTI月末平均価格 2013年97.6 2014年91.2 2018年64.5 2019年57.1 2020年38.6

2020年前半平均値 35.1dpb
 2020年後半平均値 42.1dpb
 2021年1-3月期平均 57.6dpb
 2021年4-6月期平均 67.7dpb

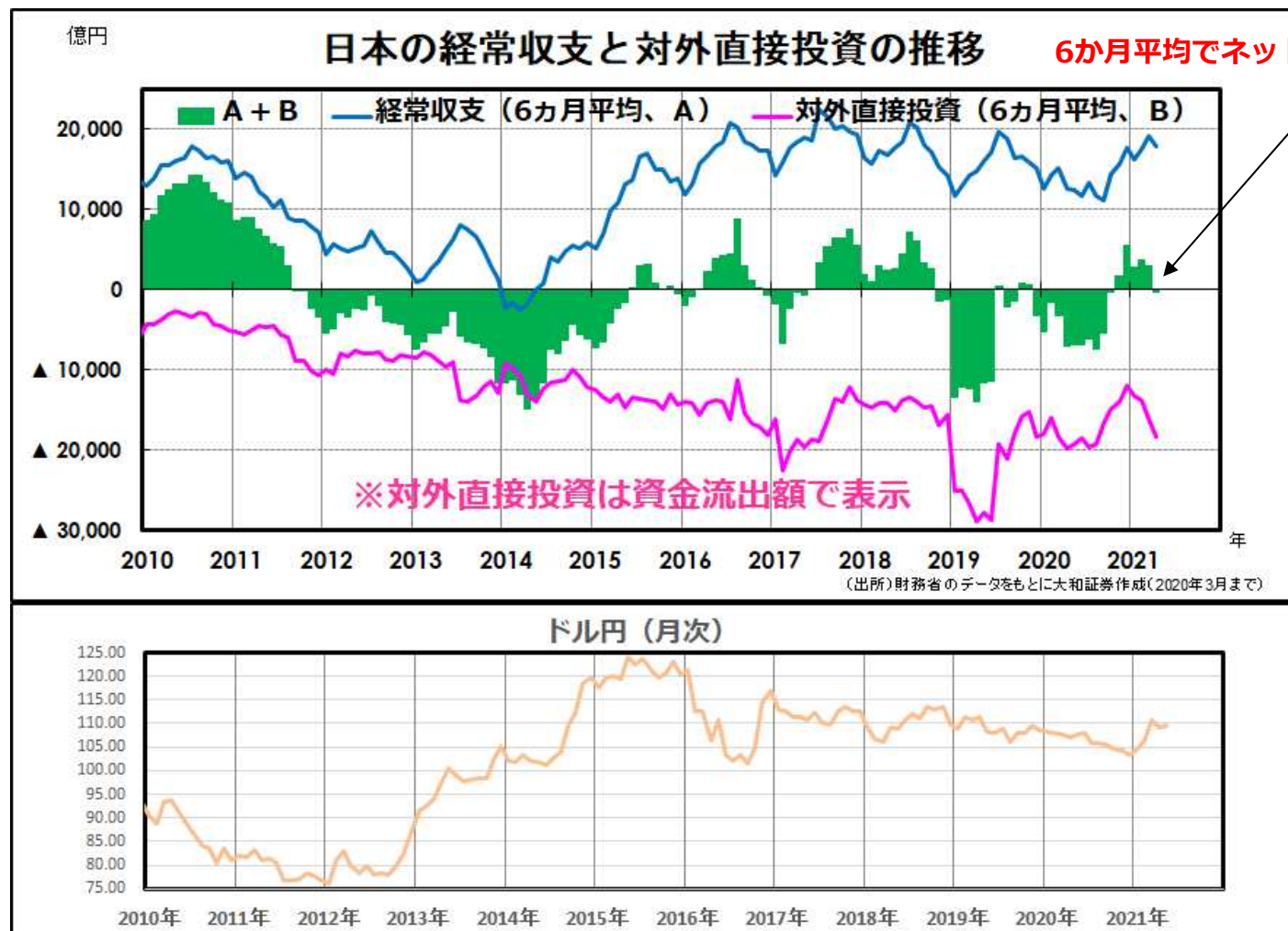


2020年通年の貿易収支とドル円・WTIの関係

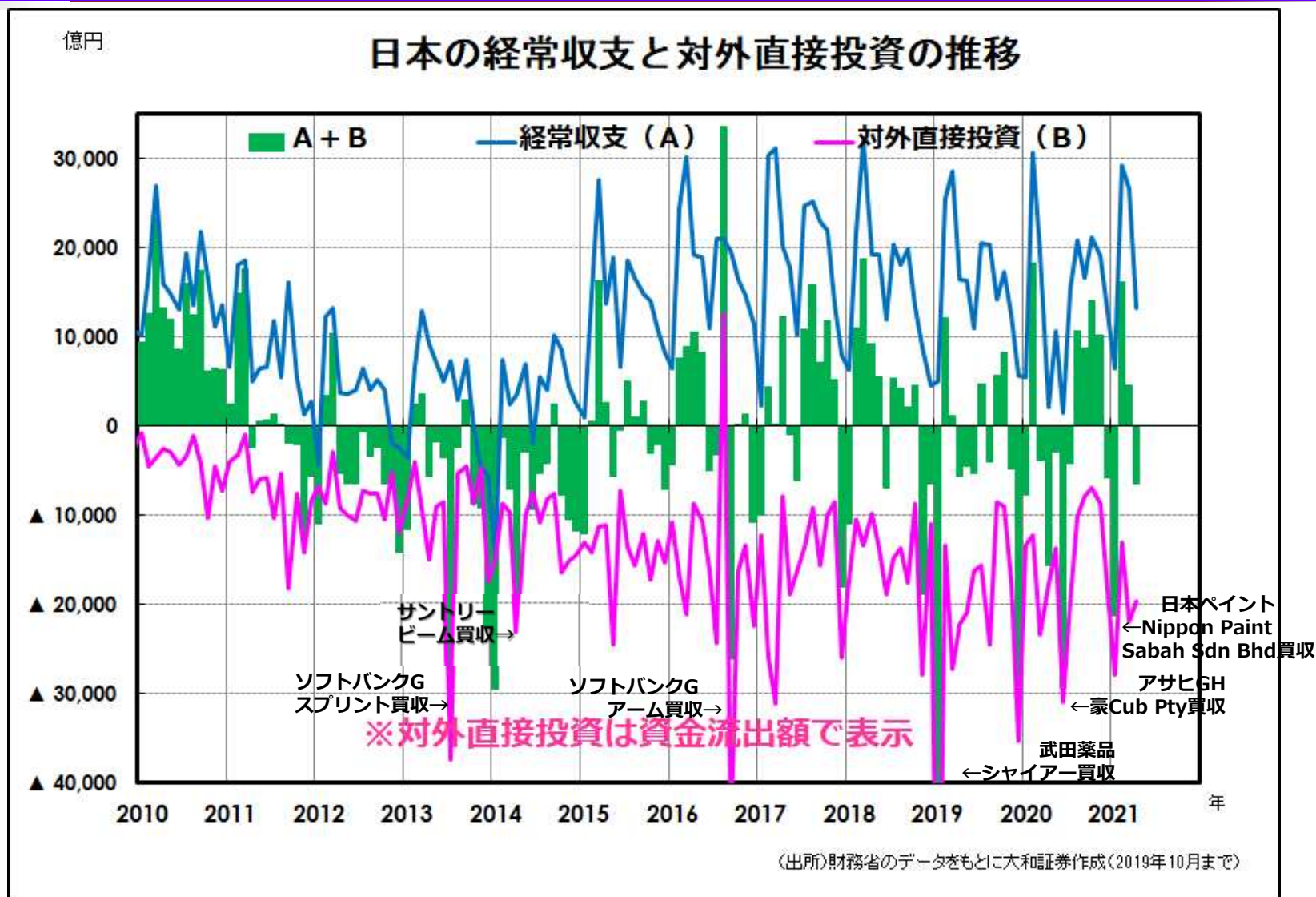


「経常黒字（所得黒字）＝円高」？ 利金・配当はすべて円買いですか？

入って来るお金（利金・配当等）だけに触れて、出ていくお金に触れていない



経常黒字・対外直接投資を月次グラフにすると・・・訳わかんない



対外直接投資案件①（当然、為替が発生しないものもあります）

発表日	買収側企業名	ターゲット会社名	売却側企業名	発表金額	支払タイプ	完了予定日
2021/6/17	三菱HCキャピタル	C A I インターナショナル		976.47百万ドル	キャッシュ	2021/12/31
2021/4/26	トヨタ子会社 (ウーブン・プラネットHD)	米配車大手リフトの 自動運転部門「レベル5」	米配車大手リフト	約5億5千万ドル	キャッシュ	2021/9/30
2021/4/23	パナソニック	ブル-ヨング-グループ	New Mountain Capital LLC 中心のコンソーシアム	7,100.00百万ドル	キャッシュ	2021/9/30
2021/4/2	ソニーグループ	音楽レーベルのソニー・リブレ	ブラジルのメディア企業Globo Comunicacao e Participacoes S.A	約2億5500万ドル	未発表	
2021/3/31	日立製作所	米システム開発会社 グローバルロジック	カナダ年金制度投資委員会 (CPPIB) とスイス の投資ファンド、パートナーズ・グループ	96億ドル	キャッシュ	2021/7/31
2021/3/9	武田薬品工業	Maverick Therapeutics Inc	MPM Asset Management LLC 中心のコンソーシアム	525百万ドル	キャッシュ	2021/6/30
2021/2/7	ルネサスエレクトロニクス	英ダイアログ・セミコンダクター		約49億ユーロ	キャッシュ	2021/12/31
2021/2/1	ソニー・ミュージック	アーティスト向けの音楽配信支援事業	オンライン音楽配信大手 コバルト・ミュージック・グループ	4億3000万ドル	N/A	2021/5/18
2021/1/22	日立製作所	北米IT分野		3500億円	N/A	日経報道
2020/12/10	ソニー	Ellation Holdings Inc (アニメ配信事業「クラシコロール」の運営会社)	米AT&T	1,175百万ドル	キャッシュ	N/A
2020/12/10	日本精工	コンディショニング・モニタリング ・システム事業 (BKV事業)	英スペクトリス	169百万ユーロ	キャッシュ	2021/3/1

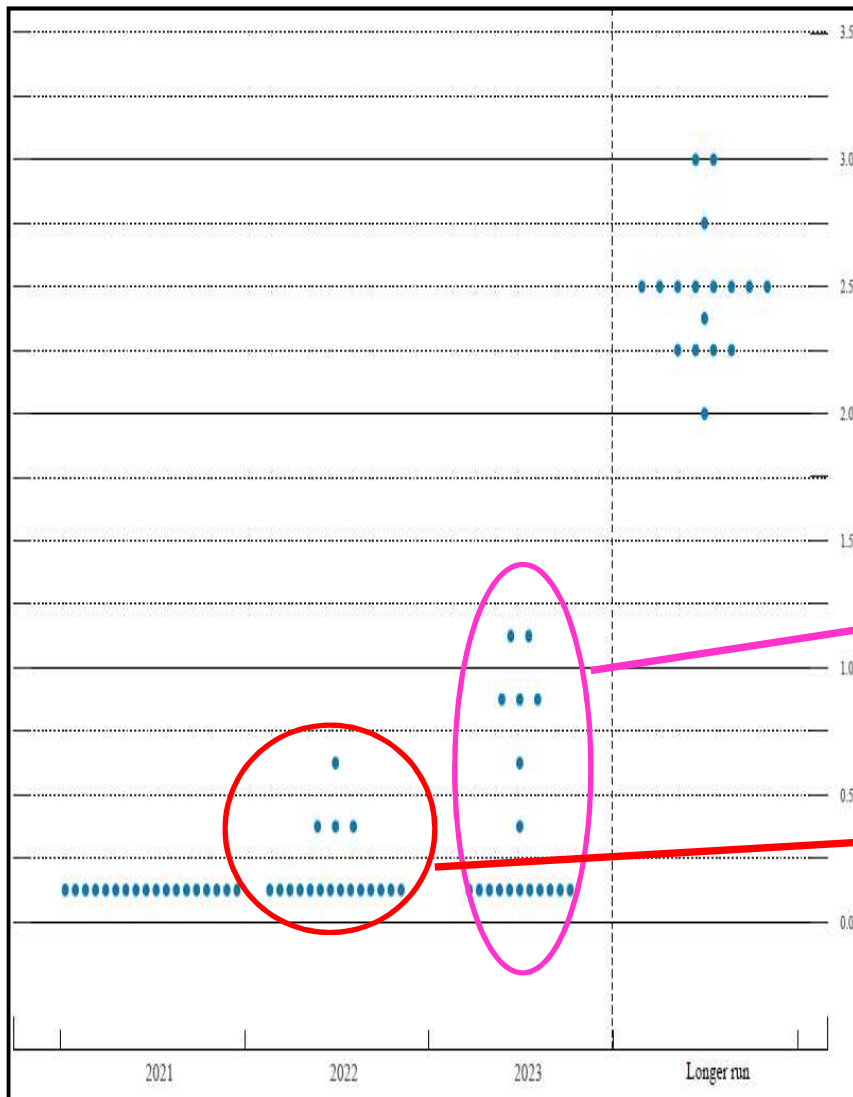
対外直接投資案件②（当然、為替が発生しないものもあります）

発表日	買収側企業名	ターゲット会社名	売却側企業名	発表金額	支払タイプ	完了予定日
2020/10/30	いすゞ自動車	UDトラックス	スウェーデン・ボルボG	2820億円	キャッシュ	2021/4/1
発表日	買収側企業名	ターゲット会社名	売却側企業名	発表金額	支払タイプ	完了予定日
2020/10/5	日本電気	WP/AV CH Holdings I BV (スイス金融ソフトウェア会社)	プライベート・インベスター 中心のコンソーシアム	20.5億スイスフラン	キャッシュ	2021/4/30
2020/9/11	オリックス	Greenko Energy Holdings の少数持 分取得		980百万ドル	キャッシュ	2020/12/31 ペンディング
2020/8/2	完了 セブン&アイ ホールディングス	Speedway LLC	米マリン・パトリアム	21,000百万ドル	キャッシュ	2021/5/14
2020/11/27		3本立て社債は発行総額3500億円。米スピードウェイ社の買収費用の一部に充てる。				
2021/1/25		ドル建て債の発行を準備。事情に詳しい関係者によると、発行額は109億5000万ドル（約1兆1370億円）。米スピードウェイの買収資金に充当。				
2021/3/24		取引完了が遅れる可能性が高まった。米国連邦取引委員会による認可手続きなどが継続している				
2019/8/29	D.I.C.	Pigments business/BASF SE (顔料事業)	独BASF	1,150百万ユーロ	キャッシュ	2021/3/31 2021/6/30

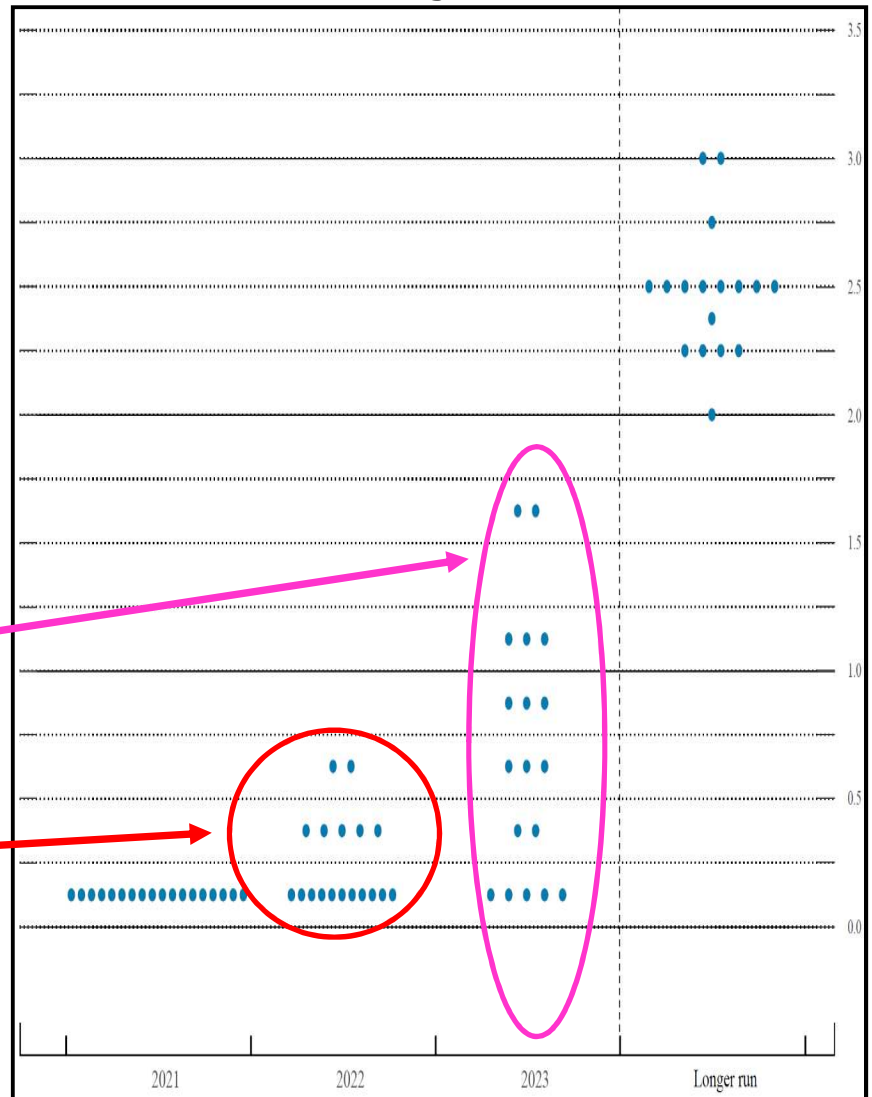
4月後半からGWのドル円の底堅さは、この玉が待っていたからと筆者は考える

6/15-6/16米FOMC 「ドット・プロット」でタカ派シフト懸念

3月Projection



6月Projection



6/15-6/16米FOMC

パウエルFRB議長の記者会見

- ・インフレ「顕著に」上昇した、高水準継続へ
- ・解除の時が来ても、かなり緩和的な政策続く
- ・われわれはインフレ率が下がると予想
- ・今回は「議論することについて議論する」会合だった
- ・次回会合から進展具合の評価を始める
- ・ドット・プロットは割り引いて考慮すべき
- ・利上げはFOMCの焦点ではない
- ・一段と顕著な進展は「かなり遠い」
- ・テーパリングへの市場反応回避へ可能な行動を取る

FOMCメンバーによる2021年経済予測

実質GDP予測中心傾向	2021年	2022年	2023年	ロングラン
6月16日、2021年	6.8% ~ 7.3%	2.8% ~ 3.8%	2.0% ~ 2.5%	1.8% ~ 2.0%
3月17日、2021年	5.8% ~ 6.6%	3.0% ~ 3.8%	2.0% ~ 2.5%	1.8% ~ 2.0%
実質GDPの予測範囲	2021年	2022年	2023年	ロングラン
6月16日、2021年	6.3% ~ 7.8%	2.6% ~ 4.2%	1.7% ~ 2.7%	1.6% ~ 2.2%
3月17日、2021年	5.0% ~ 7.3%	2.5% ~ 4.4%	1.7% ~ 2.6%	1.6% ~ 2.2%
失業率予測中心傾向	2021年	2022年	2023年	ロングラン
6月16日、2021年	4.4% ~ 4.8%	3.5% ~ 4.0%	3.2% ~ 3.8%	3.8% ~ 4.3%
3月17日、2021年	4.2% ~ 4.7%	3.6% ~ 4.0%	3.2% ~ 3.8%	3.8% ~ 4.3%
失業率予測の範囲	2021年	2022年	2023年	ロングラン
6月16日、2021年	4.2% ~ 5.0%	3.2% ~ 4.2%	3.0% ~ 3.9%	3.5% ~ 4.5%
3月17日、2021年	4.0% ~ 5.5%	3.2% ~ 4.2%	3.0% ~ 4.0%	3.5% ~ 4.5%
PCE価格指数 予測中心傾向	2021年	2022年	2023年	ロングラン
6月16日、2021年	3.1% ~ 3.5%	1.9% ~ 2.3%	2.0% ~ 2.2%	2.0% ~ 2.0%
3月17日、2021年	2.2% ~ 2.4%	1.8% ~ 2.1%	2.0% ~ 2.2%	2.0% ~ 2.0%
PCE価格指数 予測の範囲	2021年	2022年	2023年	ロングラン
6月16日、2021年	3.0% ~ 3.9%	1.6% ~ 2.5%	1.9% ~ 2.3%	2.0% ~ 2.0%
3月17日、2021年	2.1% ~ 2.6%	1.8% ~ 2.3%	1.9% ~ 2.3%	2.0% ~ 2.0%
PCEコア価格指数 予測中心傾向	2021年	2022年	2023年	
6月16日、2021年	2.9% ~ 3.1%	1.9% ~ 2.3%	2.0% ~ 2.2%	
3月17日、2021年	2.0% ~ 2.3%	1.9% ~ 2.1%	2.0% ~ 2.2%	
PCEコア価格指数 予測範囲	2021年	2022年	2023年	
6月16日、2021年	2.7% ~ 3.3%	1.7% ~ 2.5%	2.0% ~ 2.3%	
3月17日、2021年	1.9% ~ 2.5%	1.8% ~ 2.3%	1.9% ~ 2.3%	

(注) 予測は失業率を除き、第4四半期対比。失業率は第4四半期の平均。

個人消費 (PCE) コア価格指数はエネルギーと食品を除外。

(出所) 米FRBより大和証券作成

6/15-6/16米FOMC後の米FRB当局者の発言①

(注) 黄色の網掛けは21年投票権者

21年投票権	22年投票権	23年投票権	日付	発言者	景気・雇用関係	物価関係	金融政策関係
	◎		6月23日	ローゼングレン米ボストン連銀総裁 全米企業取締役協会ニューイングランド 支部主催オンラインイベントで	「経済は5～6カ月前に予想していたより早く再開し、新型コロナウイルスの接種も早く進んでいる。このため、幅広いモノやサービスの供給不足が起きている」	「3%の持続的なインフレの可能性との予想について、これはさほど良い予測ではないと思う。私の見通しでは、今年見られる物価上昇の大半が来 年に入ると反転するだろう。インフレ率は2022年に2%をわずかに上回ると予想するが、リスクと不確実性は高く、政策当局は引き続き警戒を怠ってはならない」	
		◎	6月23日	カプラン米ダラス連銀総裁 ブルームバーグ・ニュースのインタ ビューで	「経済は想定より早く、比較的早い時期に一段と顕著な進展を遂げると私は考えている。またパンデミックも乗り越えつつある」 「失業率は4%を下回る」	「インフレ率については、今年3.4%、来年2.4%を予測している。物価上昇圧力の一部は今後半年で和らぐ見通しだが、それ以外のものはより長期的な傾向となる可能性がある。エコノミストも正確な予想が難しくなっている変動を伴う現在のデータ環境には、かなりの謙虚さが求められる」 「米原油生産は、今後数年間は需要に追いつかない可能性があり、エネルギー価格急騰につながる恐れがある」	「リスク管理の点から見て、米国債と住宅ローン担保証券 (MBS) の購入を調整し始めた方が良い状況になると考えられる」 「2022年の利上げ開始を予想」 「必要と考えられる期間より長く購入を続けられ、金利調整の柔軟性が実際に低下する可能性がある。金利を今後どうしたいか判断する際の柔軟性を高められるよう、私としては条件達成を想定してテーバリングをすぐにも開始した方が良いと考える」
◎			6月23日	ポスティック米アトランタ連銀総裁 ラッセル・イノベーション・センター・ フォー・アントレプレナーズでの講演後	「米経済はパンデミックから順調な回復に向かっている。最近のデータの多くは私の予想以上に力強かった。GDPはより力強い軌道にあり、インフレ率も高めで、われわれの目標をかなり上回っていると認識している。今年の成長率は7%と予想している」 「テーバリングに向け米金融当局が設定した『一段と顕著な進展』という目安に向かって米経済は前進している」	「今年のインフレ率は3.4%と自身は予測している」 「最近のインフレ高進については、自身が当初予想していたより長期継続可能性が高いが、来年以降に鈍化すると予想。物価上昇圧力に関係している多くの要因が『一過性』のためだ」	「最近のデータが示す上方向へのサプライズを考慮し、米金融当局の最初の動きに関する自分の予測を2022年終盤へと前倒しした。2023年には2回の動きがあると考えている」
◎	◎	◎	6月23日	ボウマンFRB理事 クリーブランド地区連銀主催の会合での講演準備原稿	「経済成長が新型コロナウイルスのパンデミック前のピークを超えたとみられる一方で、労働市場は完全に回復していない。2020年2月以降、娯楽とホスピタリティーの分野では300万人余りの雇用が減少している」	「物価上昇圧力はボトルネックが解消されれば緩和されるかもしれないが、いくらか時間がかかる可能性がある。状況を引き続き監視し、必要に応じて自身の見通しを調整する」	

6/15-6/16米FOMC後の米FRB当局者の発言②

(注) 黄色の網掛けは21年投票権者

21年投票権	22年投票権	23年投票権	日付	発言者	景気・雇用関係	物価関係	金融政策関係
◎	◎	◎	6月22日	パウエルFRB議長 下院特別小委員会の公聴会	「今年秋には力強い雇用創出があるだろう」 「景気回復に伴って企業の求人が急増する一方、仕事の再開に慎重な働き手が多い。手厚い失業者支援策などが理由とされているが、こうした要因は今後数か月で軽減されていく」	「インフレはここ数カ月で顕著に加速した。これらの一時的な供給の影響が弱まれば、インフレ率はわれわれの長期目標に向け再び鈍化する予想」 「インフレのオーバーシュートのかなりの部分もしくは恐らく全てが、中古の乗用車やトラックといった経済活動再開で直接影響を受ける分野で生じている。これらは上昇が止まり、いずれ鈍化し始めるとわれわれが予想する項目だ」 「自身のこのような見解には不確実性がある。そうした影響はわれわれの想定より大きい。また、考えていたよりも根強く残ることになる可能性はある」	「われわれは雇用が好調すぎるとの考えやインフレの兆候への警戒を理由に予防的に利上げすることはない。実際のインフレやその他不均衡の事実に基づいた証拠を待つ」
◎			6月22日	デーリー米サンフランシスコ連銀総裁 ピーターソン国際経済研究所が主催するバーチャルイベントを終えて記者団に	「私は回復に関して強気だ。われわれは現時点でまだそこに達していないが、しきい値に達する時に備え準備を始めるのは適切だ」 「一段と顕著な進展は、われわれの見通しの範囲内にある。今年終盤から来年早くに、そこに達する可能性がある」	「インフレ関連のほか、雇用・求人関連さえ、経済指標は現在とにかく変動が大きい。重要なことは安定航行を続けることで、変動が大きい今後数カ月のデータに対応する必要があるとは考えないことだ」	「資産購入テーパリングをどのように行うのかや、適切な規模やタイミングを議論し始める時が来た。だが、金利の変更について現時点で議論することは検討事項でさえない」 「量的金融緩和策の縮小開始の条件達成が今年終盤から来年早期までのどこかの時点で可能になるかもしれない」
	◎		6月22日	メスター米クリーブランド連銀総裁 記者団との電話会議で	「当連銀管轄地区全域の多くの関係者から、人材確保が難しいと聞いている。一部の統計値に関してはさらにもう少しの進展を望んでいる」 「多くの好ましい進展を遂げた。特に労働力参加に関して一段の進展を確認したい。夏が過ぎ9月になれば、もっとはつきりしてくると思う。9月に学校の新学期が始まることも寄与し、労働市場での供給面の問題が一部解消するだろう。失業保険の延長給付失効も同問題の改善につながる」		
◎	◎	◎	6月22日	ウィリアムズNY連銀総裁 ブルームバーグTVとのインタビュー	「労働市場は来年も回復が継続すると引き続きみている」 「来年の米経済成長率は3-3.5%になると見ている」 「われわれとして注目している数字の目安などの類は一切ない。完全雇用と物価安定の確保という目標に絡むあらゆるデータに注目している」		「利上げについてはまだずっと先の将来の話だ。今はテーパリングに焦点が絞られていると思う」 「資産購入ペースの減速を開始できる段階に達する時期については、データの内容次第というのが私の見解だ」

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成したものでありますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料の内容につきましては、お客様のご判断に基づき、ご利用いただきますようお願いいたします。なお、本資料の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部又は一部を当社の承諾なしに公表又は第三者に伝達することはできませんので、お客様限りとさせていただきます。

(出所) 各種報道より大和証券作成

6/15-6/16米FOMC後の米FRB当局者の発言③

(注) 黄色の網掛けは21年投票権者

21年投票権	22年投票権	23年投票権	日付	発言者	景気・雇用関係	物価関係	金融政策関係
◎	◎	◎	6月21日	ウィリアムズNY連銀総裁 米中堅銀行連合のオンラインイベントで	「経済が急ピッチで回復しているのは明らかで、中期的な見通しは非常に良好だ。ただ、景気回復を強力に支援するという金融政策姿勢をFOMCが転換できるほど、データや状況には進展が見られない」 「労働需要は強い。この先、力強い雇用の伸びが続くと確信している」	「インフレ見直しにはかなりの不透明感があり、データを注視していくつもりだ」	「金融政策姿勢をFOMCが転換できるほど、データや状況には進展が見られない」
◎	◎	◎	6月21日	ウィリアムズNY連銀総裁 バーチャルイベント後、記者団に	「雇用と物価安定ともに双方のリスクがあると考え。物価上昇の上振れリスクは明らかだ。下振れでは2つあると思う。1つは国内の景気回復が比較的弱い場合だが、多分、海外の方がさらに可能性が高く、世界経済の回復が予想以上に難航すれば、米景気回復に波及する恐れがある」 「もう1つは足元の逆向きのプロセスだ。これがインフレ率を何年も押し上げる要因だとは私はみていないが、来年のインフレ率には影響し得る。過去2カ月の大幅な上昇の大部分は財の相対価格で生じている。中古車などの相対価格はこうした極めて高い水準に恒久的にとどまるわけではない」	「インフレ率の最近の上昇を一時的なものとし、続き受け止めている。物価の反転と経済再開に伴う短期的な不均衡の影響が一巡すれば、インフレは今年の3%前後から来年と2023年に2%近くに鈍化すると予想する。高水準の失業率もインフレの勢いを抑制するだろう」 「需給はいずれ調整されるだろう。2、3年かもしれないが、分からない。ただ予想より早くそうなれば、インフレ率を押し上げたこうした物価上昇が来年には実際にインフレ率を押し下げるだろう」	「翌日物りバースレボのファシリティーについては、目的通りに機能している。金利の下限を提供するという面でわれわれが望むことをまっさく実施している」
	◎		6月21日	ブラッド米セントルイス連銀総裁 イベント後、記者団に対し	「インフレ率が目標を上回り、労働市場の改善が続いていることを踏まえると、金融当局としてテーパリング開始に必要な『一段と顕著な進展』の達成に言及するに問題は生じないだろう。われわれはいつでもそれを宣言し得ると、私は考えている」		「テーパリングが続く中で利上げを開始せざるを得なくなるような状況には陥りたくはないだろう。ただFOMCとしては現在のところ、あらゆる選択肢にオープンでありたいと考えているだろう。そのような状況になると私は見込んでいない」 「テーパリング中は利上げに動かないという想定は2013-14年の戦略だった。よって今回もこのプロセスに入るに当たって市場と金融当局はそうした想定をする可能性が高い」 「テーパリングについては、われわれとしては透明性を確保し、混乱を引き起こさず、どのような形で実施されるかについて誰もが分かりやすいシグナルを得られるようにしたい」

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成したものであり、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料の内容につきましては、お客様のご判断に基づき、ご利用いただきますようお願いいたします。なお、本資料の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部又は一部を当社の承諾なしに公表又は第三者に伝達することはできませんので、お客様限りとさせていただきます。

(出所) 各種報道より大和証券作成

6/15-6/16米FOMC後の米FRB当局者の発言④

(注) 黄色の網掛けは21年投票権者

(注) 黄色の網掛けは21年投票権者
金融政策関係

21年投票権	22年投票権	23年投票権	日付	発言者	景気・雇用関係	物価関係	金融政策関係
	◎		6月21日	ブロード米セントリス連銀総裁 公的通貨金融機関フォーラム (OMFIF) が主催したイベントで	「経済再開という観点では想定していたよりもかなり堅調な状況」	「経済回復に伴ってインフレが生じている。今はボラティリティーが高い局面だ。こうした状態がどう展開していくのか、実際には誰にも分からない。インフレ上振れリスクがあり、それがさらに高進するとの見方に備えなくてはならない」	「政策当局が先週テーバリングの議論を始めることにしたのは適切だ」
		◎	6月21日	カブラン米ダラス連銀総裁 公的通貨金融機関フォーラム (OMFIF) が主催したイベントで	「新型コロナウイルスのパンデミックを乗り越えて当局の目標を達成する方向で前進している」		「ドット・プロットは見通しの劇的な改善を反映」 「米国債と住宅ローン担保証券 (MBS) の購入を早期に調整し始めるのが一層健全だと思う。テーバリングプロセスをすぐに開始することを支持する」
		◎	6月18日	カシユカリ米ミネアポリス連銀総裁 ロイター通信とのインタビューで	「労働市場は依然として深い穴の中にある。最大雇用を達成するには時間がかかると思う」	「経済の再開が物価を押し上げており、供給上の制約が緩和されるにつれて物価上昇圧力は収まるはずだ」	「経済予測サマリー (SEP) の予測期間における利上げを私はまだ想定していない。雇用の最大化を実際に達成するには時間がかかると思っていること、またこうした比較的高いインフレ数値が一時的なものにとどまると信じていることがその理由だ」 「政策金利見直しはもともとハト派のフォワードガイダンスを示す手段として意図されていた。だが、結局はタカ派のフォワードガイダンスを示す手段となった。政策金利見直しを私はなくすべきだと考え続けている」
	◎		6月18日	ブロード米セントリス連銀総裁 CNBCとのインタビューで	「われわれは良い1年、良い経済再開を見込んでいた。しかし、想定していた以上に大きな年で、インフレが想定していた以上だ。われわれが若干タカ派に傾斜したのは当然のことだと思う」 「FOMCにとって、過去6カ月は上振れのサプライズだった。20年12月時点の経済予測を見ると、われわれは21年の実質GDP伸び率を4%と見込んでいた。今は7%と予想している」	「私の予想は21年のインフレ上昇率 (コアPCEインフレ率) が3%、22年のコアPCEインフレ率は2.5%だ。これが実際に起こると考える場合、22年末までに既に2年間にわたって2.5-3%のインフレが続くことになる」 「これはほぼ、22年にどうなるかという議論だ。21年に見られているインフレが22年に入っても根強く続くかどうかだ」	「16日公表された最新の金利予測分布図 (ドット・プロット) について、私は2022年終盤の開始を予測している」 「今回の直近の会合で、議長が公式にテーバリングの議論を開始した。今後さらに掘り下げた議論をする機会を当局者らは有している」

米国内でのワクチン接種が順調に進んでいることも、「議論」開始を後押し

☆4月12日：ブラード米セントルイス連銀総裁～ブルームバーグTVとのインタビュー

「75%のワクチン接種率が資産購入のテーパリング議論を始めるかもしれない目安になる」

☆5月4日：バイデン米大統領

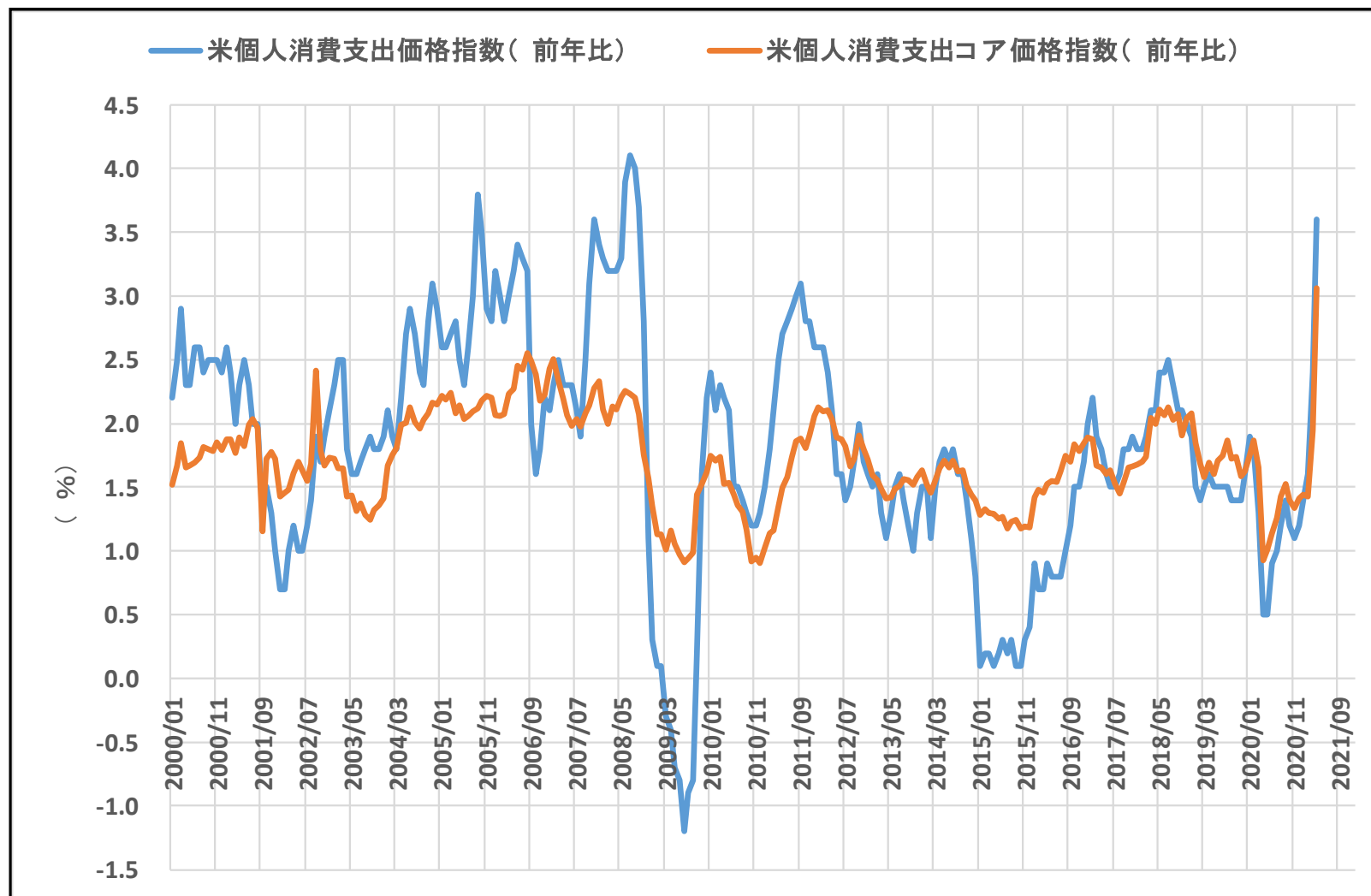
「7/4独立記念日までに成人の70%に新型コロナウイルスのワクチン接種を少なくとも1回行うという新たな目標を設定。成人1億6000万人が7/4までにワクチン接種を完了することも目指す」

☆6月22日：ザイエンツ米大統領顧問兼新型コロナ対策調整官

「当初の目標には届かない見込みだが、30歳以上の約70%が1回目の接種を終えており、7月4日までに27歳以上がこの数字に到達するだろう。われわれの仕事は7月4日や70%では終わらない。全成人の7割が1回目接種を終えるまでには数週間かかる。1億6000万人の完全接種といった野心的な目標は、7月半ばまでには達成される。米国でコロナワクチンの完全な接種を終えた人はこれまでに1億5000万人に達している」

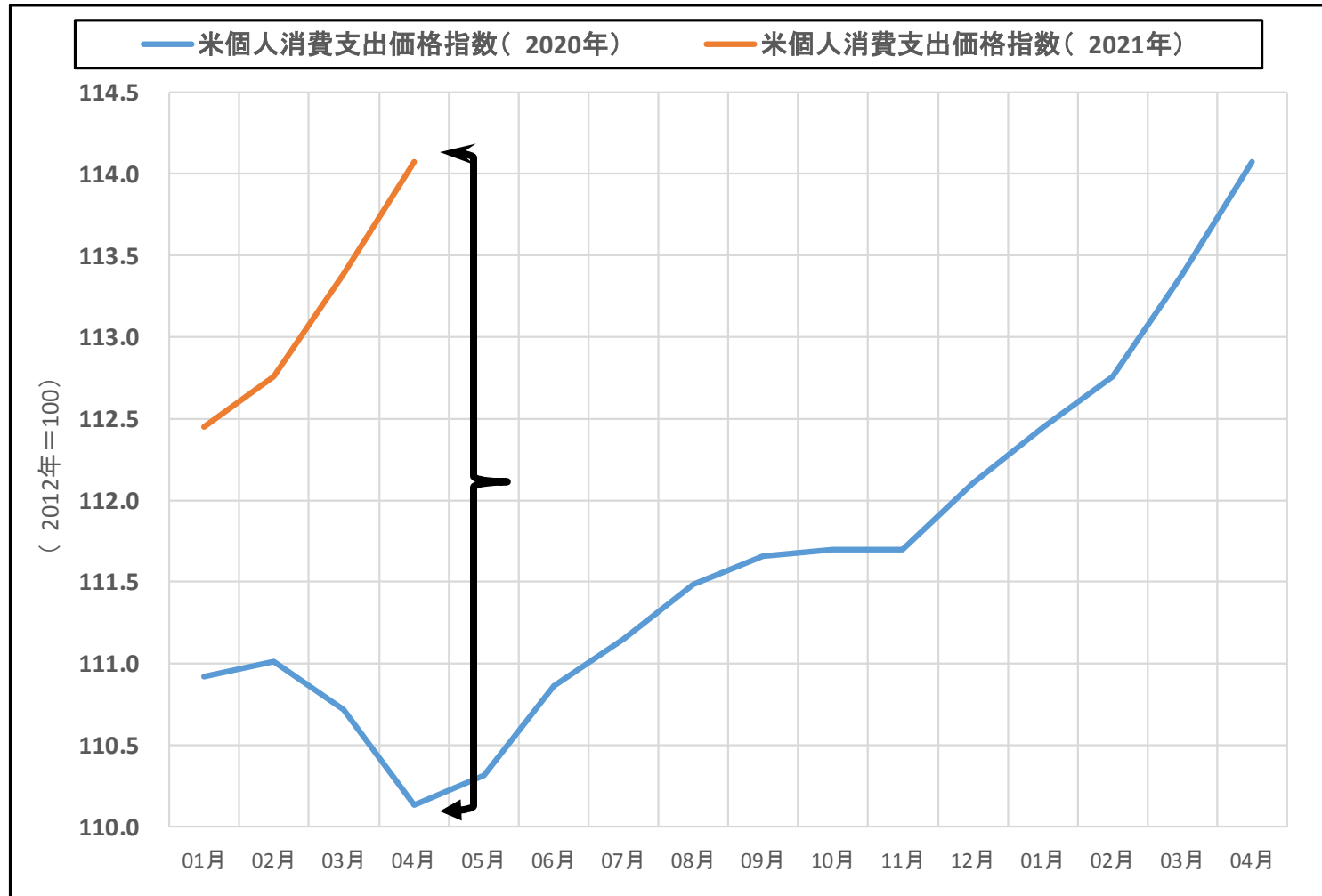
米4月個人消費支出価格指数前年比は急伸（全体+3.6%、コア+3.1%）

コア前年比は1992年7月以来の大きな伸びを記録



米FRB当局者が口をそろえて言う「ベース効果に」

物価上昇は「持続的なものにはならない」との見通し



米10年債利回りは、2-3月期の投げ相場による行き過ぎた金利上昇の調整後、再び上昇

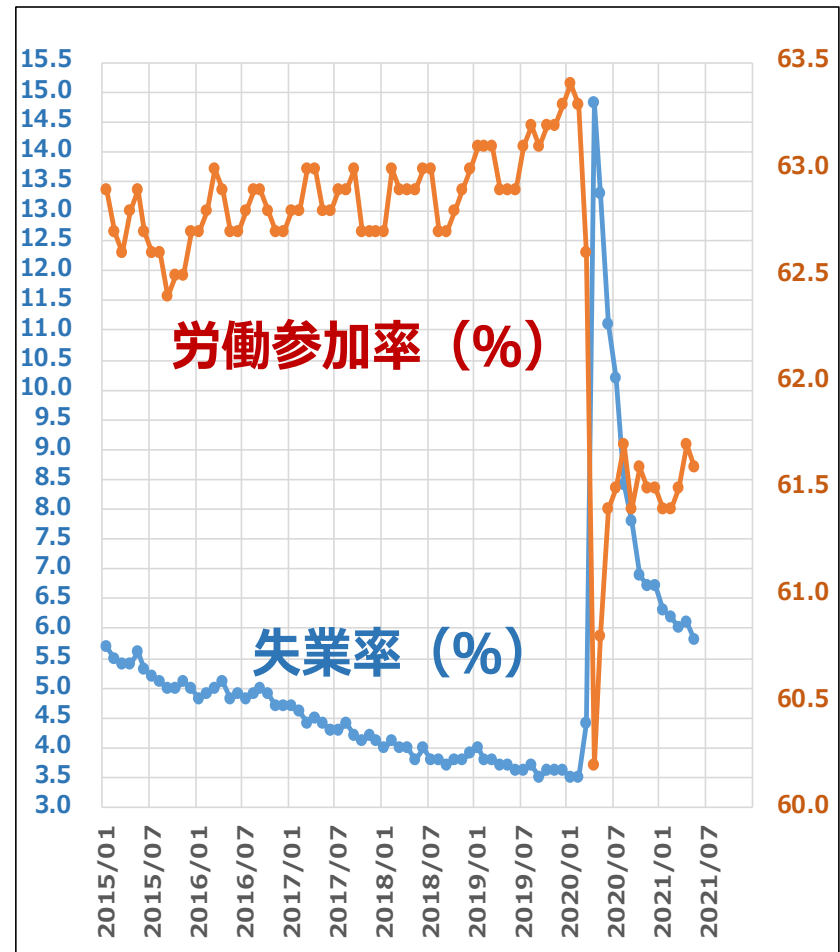


米雇用指標回復ペースはワクチン普及により今後加速か？

失業保険給付の追加支給延長が求職の動きを阻んでいる可能性。連邦政府の失業保険追加支給は9月6日まで続く。Back to Schoolが岐路か？

米非農業部門就業者数変化 (前月比)				
(単位: +千人)	最終値 もしくは修正値	速報値	事前予想 中心値	速報発表時の 過去3ヶ月平均
2020年1月	(年次改定) 315←214←273	225	165	211
2020年2月	(年次改定) 289←209←251←275	273	175	243.3
2020年3月	(年次改定) ▲1,683←▲1,373←▲881	▲701	▲100	▲70.7
2020年4月	(年次改定) ▲20,679←▲20,787←▲20,687	▲20,500	▲22,000	▲7,043.3
2020年5月	(年次改定) 2,833←2,725←2,699	2,509	▲7,500	▲6,516
2020年6月	(年次改定) 4,846←4,781←4,791	4,800	3,230	▲4,429.3
2020年7月	(年次改定) 1,726←1,761←1,734	1,763	1,480	3,093.0
2020年8月	(年次改定) 1,583←1,493←1,489	1,371	1,350	2,628.7
2020年9月	(年次改定) 716←711←672	661	859	1,303.7
2020年10月	(年次改定) 680←654←610	638	580	934.3
2020年11月	(下方修正) 264←336	245	460	522.0
2020年12月	(下方修正) ▲306←▲227	▲140	50	283.3
2021年1月	(上方修正) 233←166	49	105	53.3
2021年2月	(上方修正) 536←468	379	200	79.7
2021年3月	(上方修正) 785←770	916	660	539.0
2021年4月	(上方修正) 278	266	1,000	524.0
2021年5月		559	675	540.7

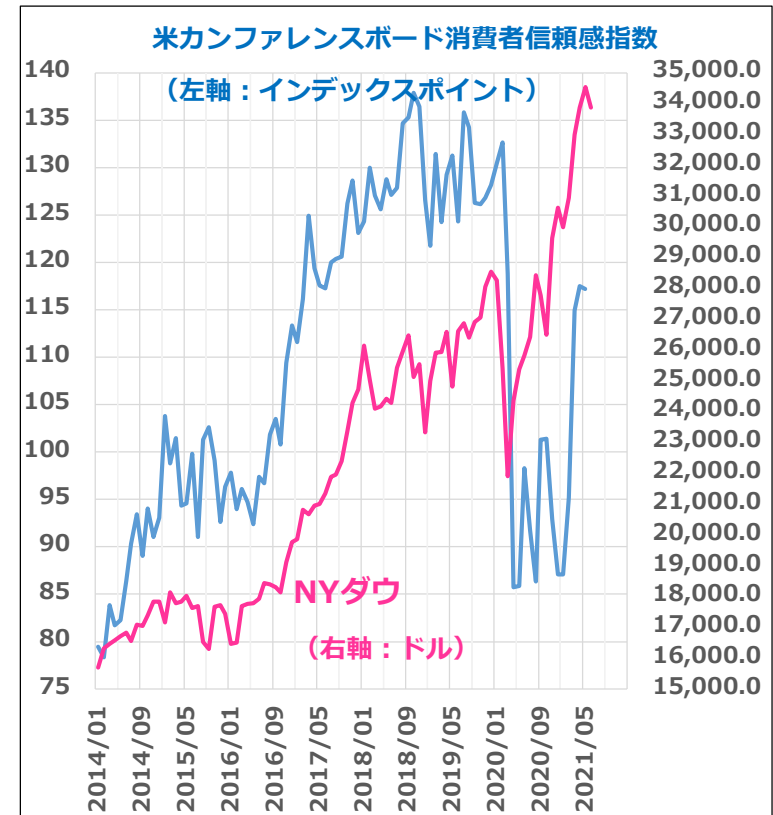
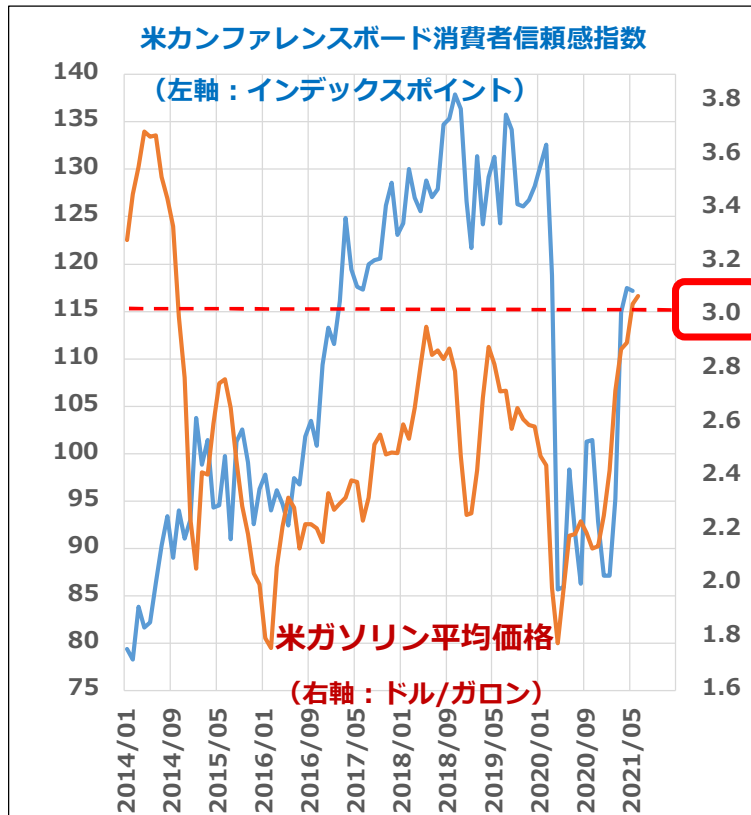
(注) 赤字：予想より良い、上方修正 青字：予想より悪い、下方修正



ワクチン普及で米消費が急回復してきた。ただし、ガソリンが…

本来、米消費者信頼感は米株価連動、そしてガソリン価格と反比例

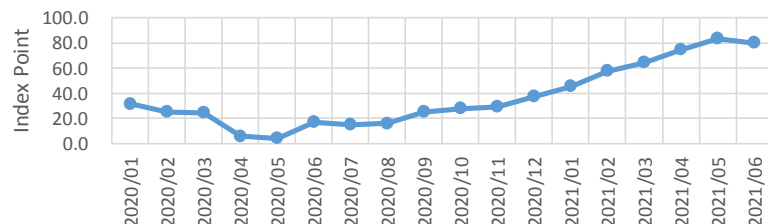
米ガソリン価格平均が3ドル/ガロンを大きく超えてくると、米消費者信頼感指数に影響が出る可能性。



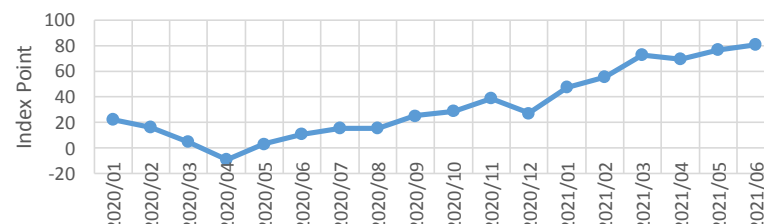
#

最近の米製造業景況感の仕入価格指数上昇は今後の懸念

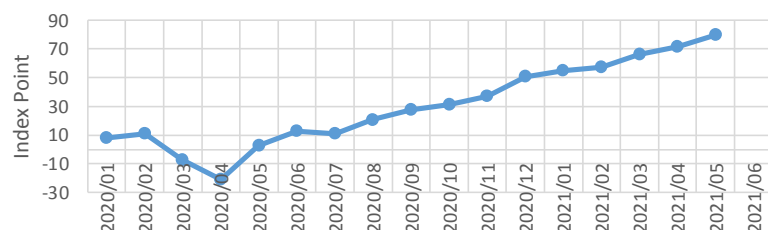
NY連銀製造業仕入価格指数



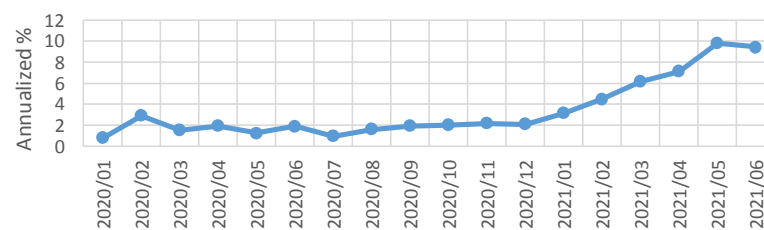
フィラデルフィア連銀製造業仕入価格指数



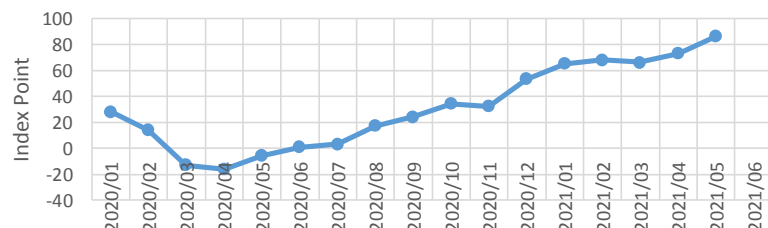
ダラス連銀製造業仕入価格指数



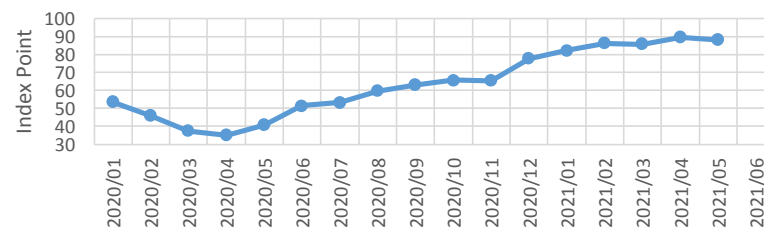
リッチモンド連銀製造業仕入価格指数



カンザスシティ連銀製造業仕入価格指数

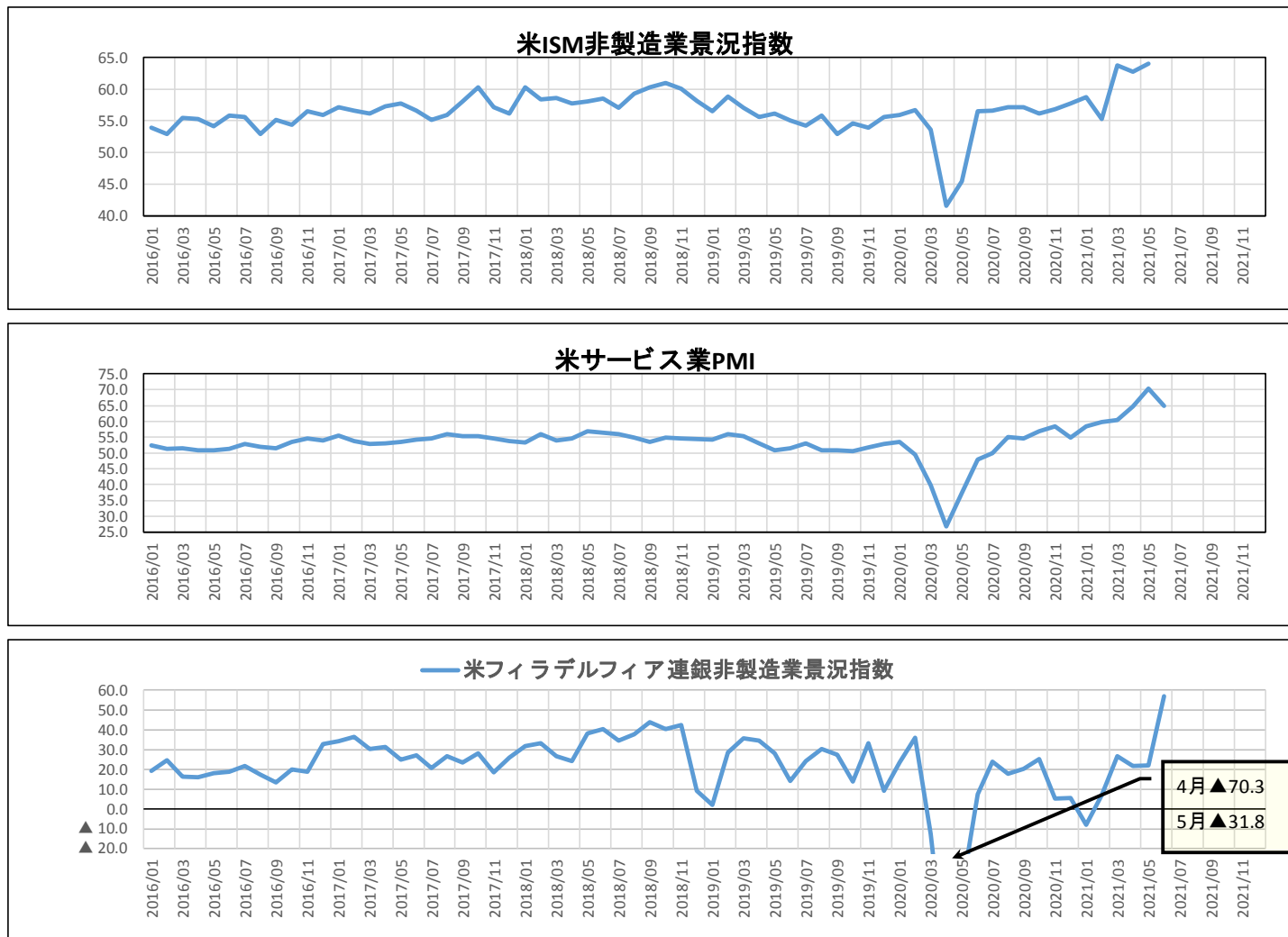


米ISM製造業支払価格指数

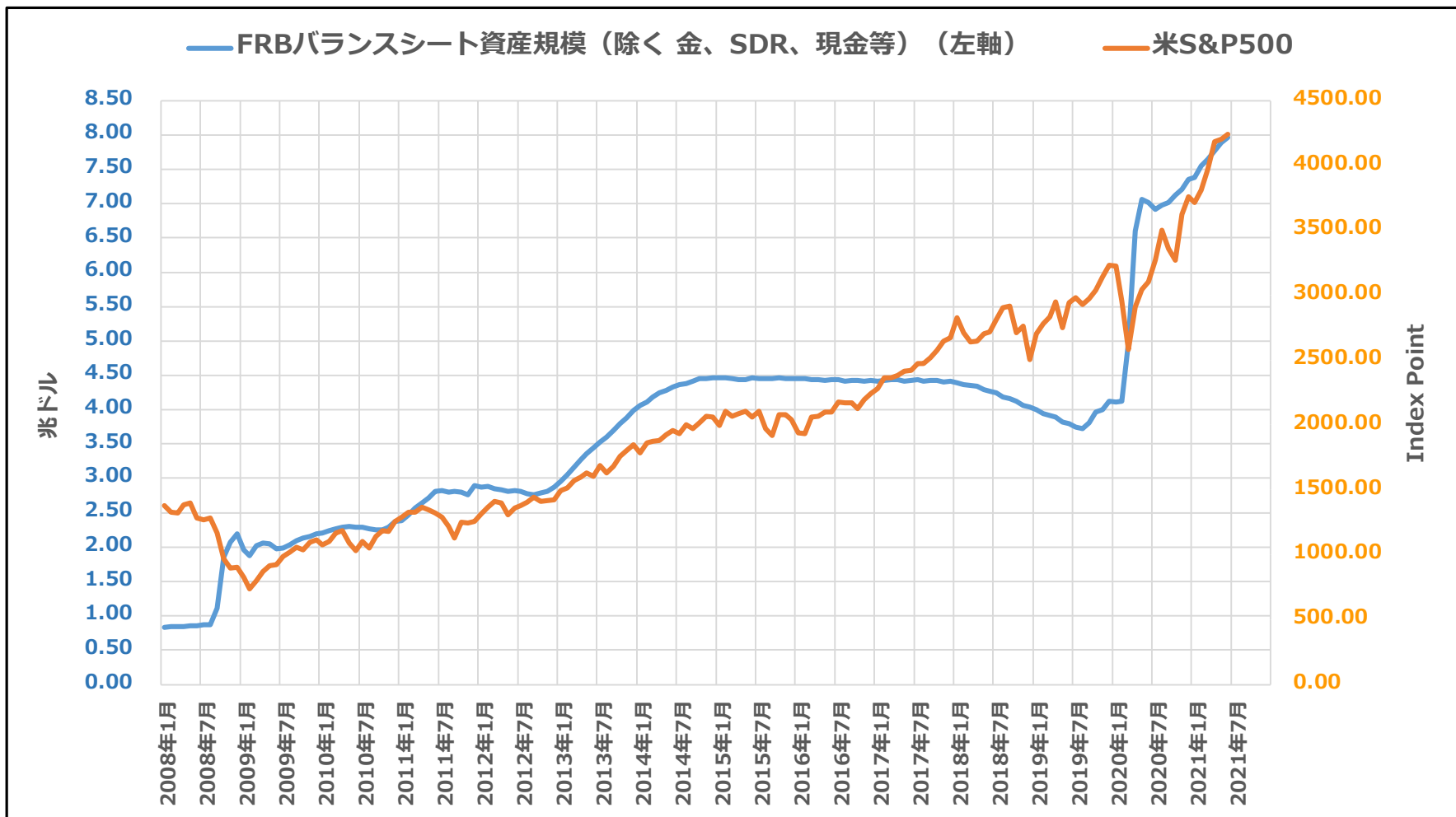


米非製造業（サービス業）はワクチン普及期待で上昇

米経済と米雇用はパンデミック前の水準に戻っていないのに、景況感はパンデミック前を超えている



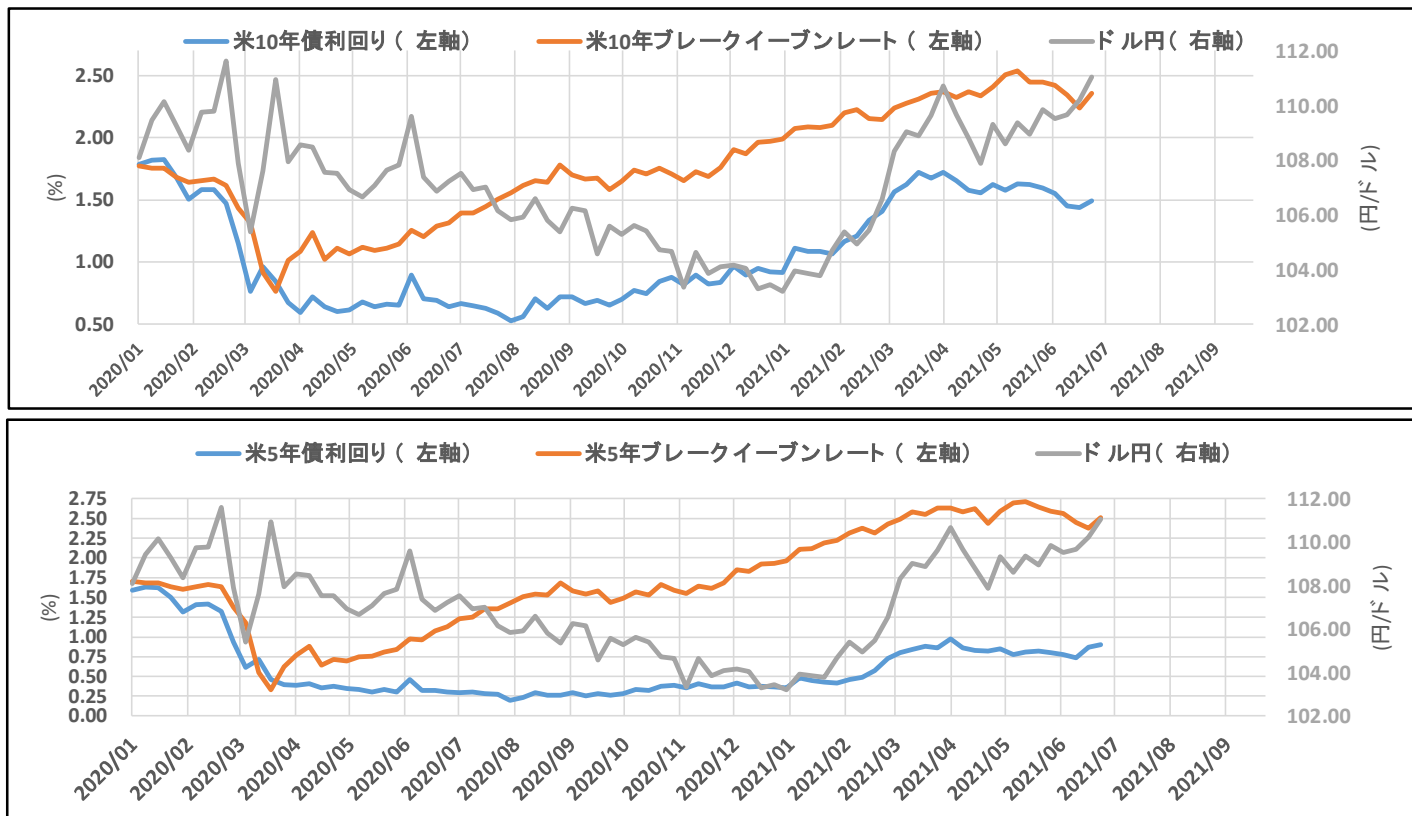
過剰流動性が支える米株式相場。但し、乱高下は必至



米ブレイクイーブン・レート

市場が予想する期待インフレ率のこと。

BEI (Break Even Inflation rate) とも呼ばれます。一般的に10年利付債の流通利回りから10年物価連動債の流通利回りを差し引いた値を指します。ブレイクイーブンインフレ率がプラスで推移しているときは、市場は物価が上昇すると予測しており、マイナスで推移しているときは物価が低下すると予測していることを示します。



「米国は絶対マイナス金利になる」、「ドル円は100円を割れて90円台定着」という、昨年の8-9割の市場予想の時には、相場観に都合が悪いので、TVで一切使われなかったのに…

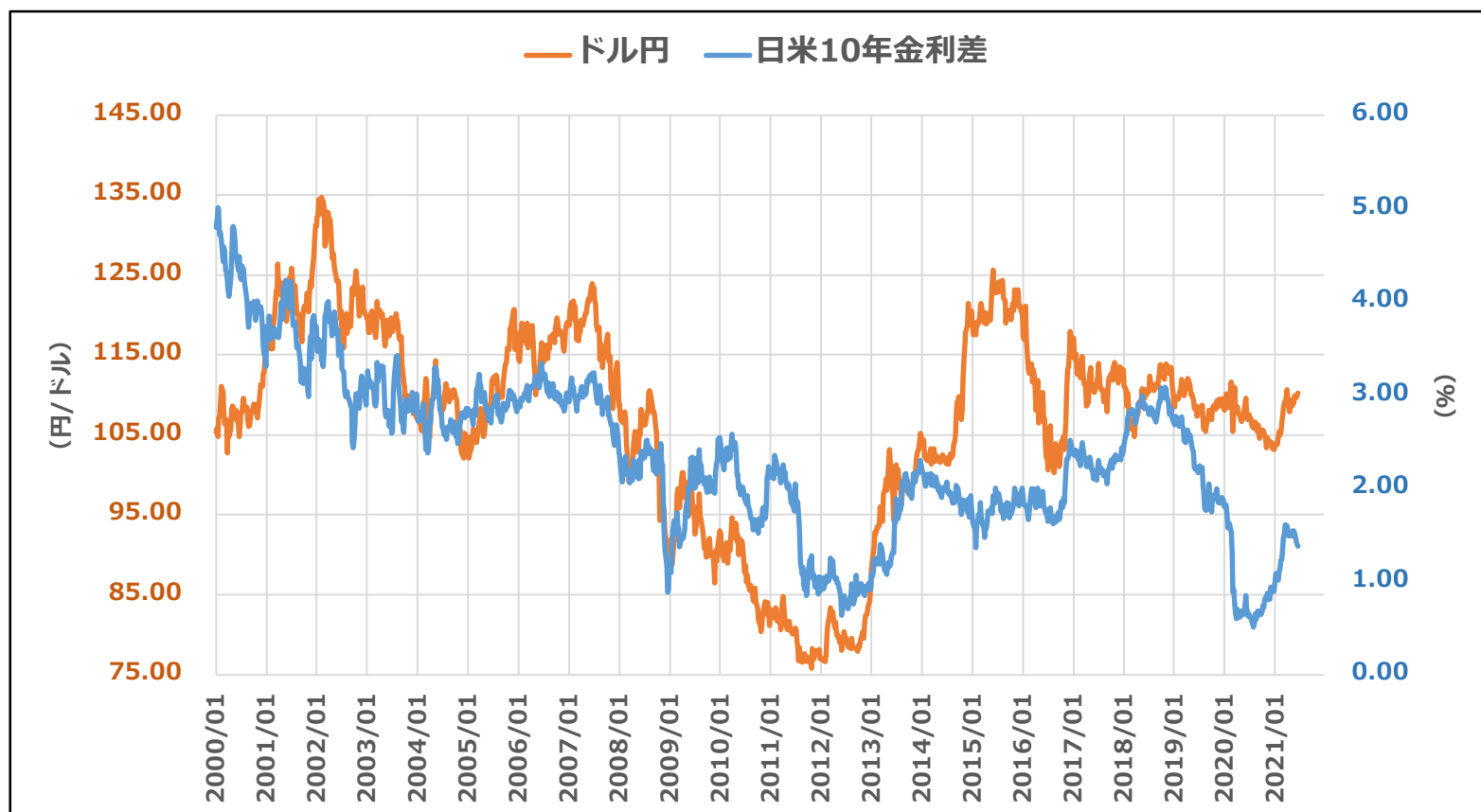
日米金利差… お金は本当に金利の低い国から金利の高い国に流れていくのか？

連動しないものは使わない。ご都合主義



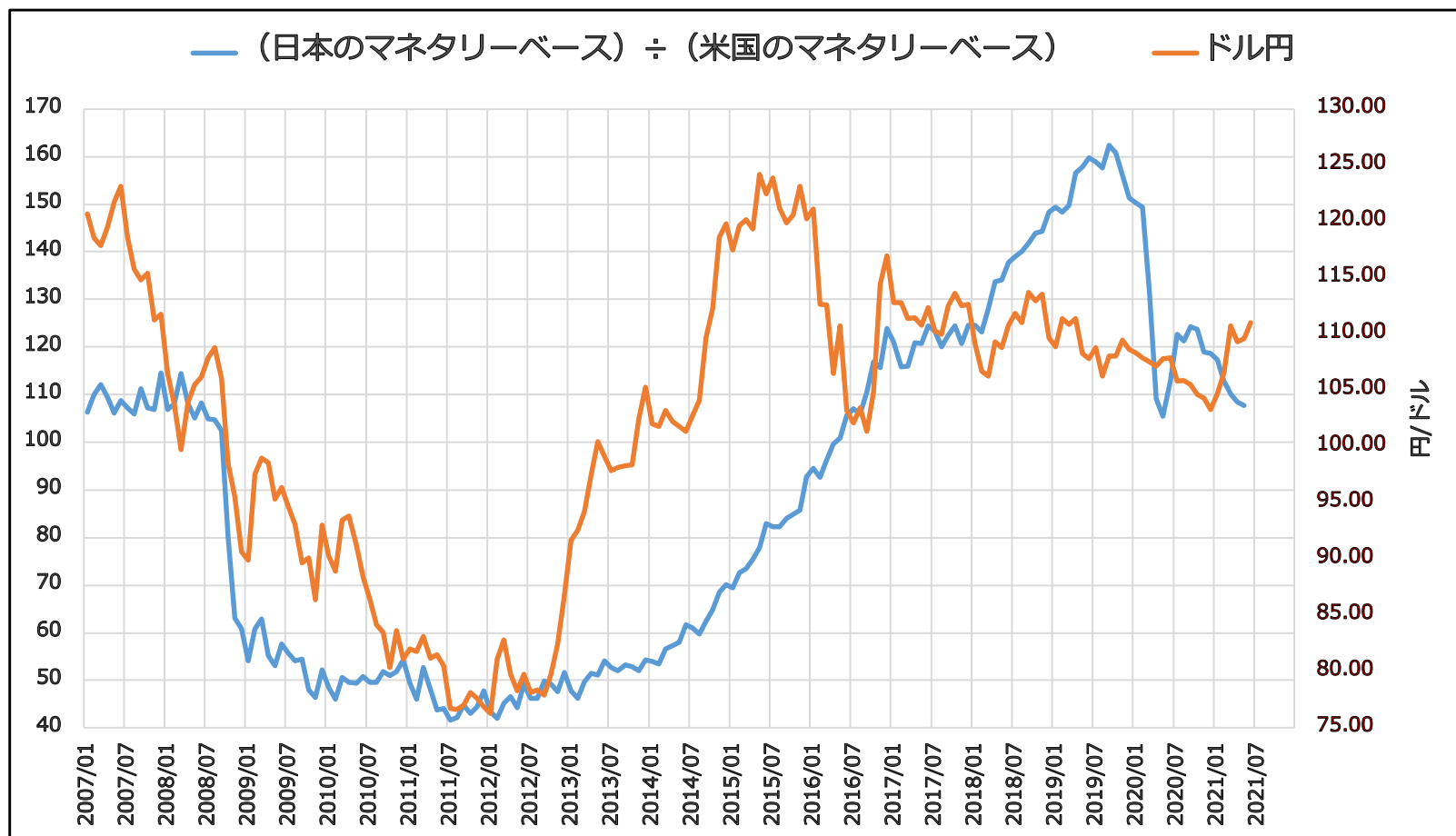
日米金利差… 為替は短期金利差で動くと言われているが、米10年債との連動性が強い

連動してそうだから使う。ご都合主義

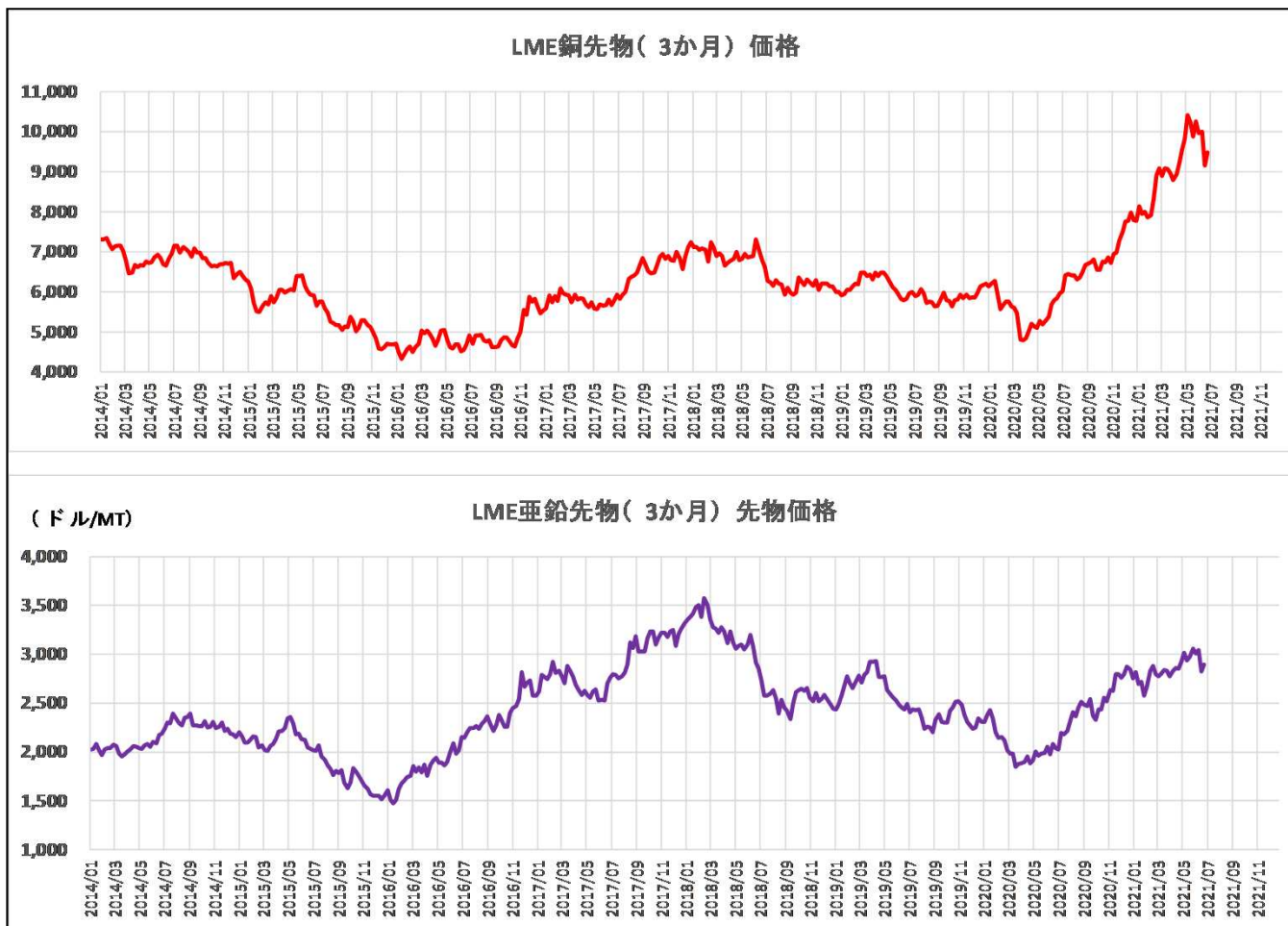


日米、どっちのお金がじゃぶじゃぶ増えてるか？（日米マネタリー比率）

連動しないものは使わない。ご都合主義



筆者がグローバル経済の先行指標で見ている銅と亜鉛



5/28バイデン米大統領の予算案

2022会計年度（21年10月～22年9月）について、6兆ドル規模の予算案を発表

軍事費および国内向けプログラムとして1兆5200億ドルの拠出を要求。これは新型コロナウイルス対策の緊急支出を除いた21年度予算（1兆4000億ドル）から8.6%の増加。

軍事費を1.6%増やす一方、科学研究や再生可能エネルギーなどの国内向けプログラムは16.5%増とより手厚くする。

インフラや社会プログラムに今後10年間で4兆5000億ドル拠出を目指す。22年度は道路や橋、空港などのインフラ改修に170億ドル、国内全域の水道用鉛管の交換に45億ドル、ブロードバンド通信網敷設に130億ドルを要求。

未就学児向け幼児教育やその教職員の最低時給15ドルを確保するため、35億ドルを支援する方針。託児所や有給休暇など世帯向けの直接給付に88億ドルを充てる。

歳出の財源として、法人増税でインフラ整備をまかない、高所得者層への課税で世帯と教育の支援を実現したい考え。法人税を21%から28%に引き上げ、キャピタルゲイン課税の最高税率は23.8%から43.4%に引き上げる必要がある。

（キャピタルゲイン税増税は、所得が100万ドルを超える富裕層を対象）

この予算案に基づく22年度の財政赤字は1兆8400億ドルとなり、国内総生産（GDP）の7.8%に相当する見通し。
。21年度はコロナ関連の緊急財政支出がかさみ、財政赤字は3兆6700億ドル。

2024年米大統領選挙は

カマラ・ハリス

VS.

ポール・ライアン前下院議長（50歳）

（ウィスコンシン州第1区、2018年選挙不出馬）

（熱烈な歳出削減・減税派）

で、ポール・ライアン氏の勝利 と妄想

為替相場を動かす3本のベクトル

投機（コメンテーターバイアス）を無視して為替相場は語れない時代

1、ファンダメンタルズのベクトル

金利差、通貨供給量、景況感格差、格付け etc.

2、需給のベクトル

貿易収支、経常収支、対外直接投資（M&A等） etc.

3、TVコメンテーターのベクトル

円高論者が多いか？（2018～2019年は円高論者多数）

（2020年3月以降は円高論者多数）

円安論者が多いか？（2013～2014年は円安論者多数）

（10人中9人が間違っている、9人が思った方向へ相場は動いてしまう）

投機を語らずして為替相場は語れない時代

- 日本の為替証拠金取引の年間取引高は4000兆円を超えるそうです（日本だけで）。
- **1営業日当たり**の平均取引高は約15兆円強になります。
- 当然、激しく動く日の取引高は多くなり、閑散な日は少なくなると思われます。
- TVを見て「円高かぁ」と信じてドル/円を売る人が平均15兆円/日の3分の1いるだけでも相場は動きます。
- 円高論者が多いか円安論者が多いかは、非常に重要です。

市場の勘違いに一言・・・「リスクオフ」は「リスクオン」

投機を馬鹿にしていたら、為替は語れません。最初は投機が相場を作って、その相場にコメンテーターがあとづけ解釈をして、それをみんなが信じてしまうからです。

円高論者TVコメンテーターが言う「リスクオフ」は投機の「リスクオン、リスクテイク」。

「リスクオフ」とは“Risk Off”

投資家がリスクを回避するために、より安全な資産に資金を移動する傾向にある市場の状況 (出所) goo辞書より

TVコメンテーターの「リスクオフ」は
投機筋の「リスクオン」



(筆者の持論)

「リスクオフ」とはもともと、取っているリスクを止めること。

しかし、いまの「リスクオフ」は、もともとリスクを取っていなくても、「リスクオフ相場（円高、金利低下、株式下落）」にポジションを取って「リスクオン」する投機筋・短期筋・デイトレーダー・A.I.・TVっ子ジョバーが大半と思われる。

「リスクオフ」に「リスクオン」する投機筋は、最終的には反対売買をして益（損）を確定させなくてははいけない。つまり、投機連中が売れば売るだけ買い戻し玉は増えて、下がらなくなると思う。

あたしの履歴書です

★座右の銘「驕る平家は久しからず」

1962年11月 北海道苫小牧市 生れ

1981年3月 北海道立苫小牧東高等学校 卒 (その後、代々木ゼミナール札幌校 第一期生・第二期生を経験して)

1987年3月 東京都国立市にある某大学 (法学部) 卒 (体育会アメリカン・フットボール部)

4月 **三井銀行花小金井支店 入行** (その後、目黒支店、人事企画部 を経て)

1992年10月 **さくら銀行為替資金部** ←ここから私の為替業務が始まりました。

1997年9月 さくら銀行為替資金部 **ニューヨーク室ジャパンデスク**

(NY駐在中、セールスでしたが、**日経金融アナリストランキング為替部門で3位を1回**)

2001年4月 帰国して、三井住友銀行市場営業部配属

(ダイレクトディール担当部署にて輸出入企業、機関投資家を担当)

2003年2月 **大和証券SMBC 外貨債券部へ出向・転籍**

2007年5月 メリルリンチ日本証券(株) 外国為替部へ転職

(**2012年J-MONEY (日本版ユーロマネー誌) カスタマーディーラー部門2位**、11年7位)

2013年6月 **大和証券 債券営業部プロダクトセールス課に転職**

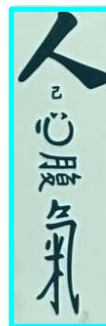
2013年10月 新設の**外国為替部 外国為替営業推進課**に異動

2014年7月 **投資戦略部 情報課 チーフ為替ストラテジスト**

2019年 日経ヴェリタスアナリストランキング為替部門 10位

2020年 日経ヴェリタスアナリストランキング為替部門 8位

2021年 日経ヴェリタスアナリストランキング為替部門 8位



・モットー

「客に買わせる相場観ではなく、
お客様に勝って頂く相場観」
を目指したい

(ご参考)

・エコノミストとは？

“Economist”を日本語にそのまま訳すと「経済学者、佷約家、経済家、経済専門家」。

金融・経済の分野で、経済(主としてマクロ経済)に関する調査・分析・論評を担当する専門職。

・アナリストとは？

“Analyst”を日本語にそのまま訳すと「分析家・評論家」。

金融・経済の分野では、業界分析・企業分析の仕事に従事する専門職。各アナリストは自分の専門分野とする業界を有する。

山師とも
言われる

・ストラテジストとは？

“Strategist”を日本語にそのまま訳すと「策士・戦略家・兵法家」。

金融・経済の分野では、投資に関する戦略を考える専門家のこと。アナリストとも似ているが、アナリストが個別の株式や業種の調査・分析を行うのに対して、ストラテジストはアナリストの分析を元に、相場(投資)に関するアイデアや投資方法を考えるプロである。

開示事項

【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、(株)大和証券グループ本社の子会社です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

【個別銘柄に関するその他の開示事項】

1) 2016年4月26日、大和証券(「当社」)及び当社の親会社である株式会社大和証券グループ本社(以下、大和証券グループ本社)とGMOフィナンシャルホールディングス株式会社(以下、GMOフィナンシャルHD)及び同社子会社のGMOクリック証券株式会社(以下、GMOクリック証券)は、4社の間で、業務提携に関する基本合意書を締結しました。

大和証券グループ本社は、GMOフィナンシャルHD株式の発行済株式総数の約9.3%を保有しています(2017年12月末時点)が、大和証券グループ本社は、業務提携の進捗および成果等を踏まえ、将来的にはGMOフィナンシャルHD株式を本件取得との合計で発行済株式総数の20%を目途に追加取得する可能性があります。

2) 下記の不動産投資信託の資産運用会社である大和リアル・エスレート・アセット・マネジメント株式会社は、大和証券グループ本社の子会社です。大和証券オフィス投資法人(8976)、大和証券リビング投資法人(8986)。

3) サムティ・レジデンシャル投資法人は2019年9月10日付で株式会社大和証券グループ本社の連結子会社となりました。

4) 株式会社大和証券グループ本社は、2019年5月30日付でサムティ株式会社と資本業務提携契約を締結し、2019年6月14日時点でサムティ株式会社の発行済株式総数の16.95%及び新株予約権付社債(額面100億円)を保有しています。当該新株予約権がすべて行使された場合、保有割合は27.28%になります。

5) 大和証券グループ本社とクレディセゾンは、2019年9月5日付で資本業務提携契約を締結しました。大和証券グループ本社は、クレディセゾンの普通株式について、2019年7月31日現在の発行済株式総数(自己株式を除く)の5.01%を上限に取得する予定です。

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

・株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.26500%（但し、最低2,750円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。

・株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。

・信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。

・債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。

・投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

・取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。

・外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会