



## 2. 来週の注目材料

- ・ 欧州では、22日(木)に ECB 理事会が開催される。8日に公表された ECB 理事会議事要旨(9月2～3日開催分)では、中国経済を筆頭とする外需の減速などダウンサイドリスクの増加が言及されるとともに、インフレ期待については底堅さが失われつつあると述べるなど、経済・物価ともに弱気な見方が示された。前回会合後、ユーロ高基調は継続し、ドイツ10月欧州経済研究センター(ZEW)景況感指数の内、先行きを示す期待指数が1年ぶりの低水準に陥るなど、欧州経済のダウンサイドリスクは更に増しているように見える。また、ユーロ圏9月物価指数(HICP)は前年比▲0.1%と3月以来のマイナスとなるなど、物価もデフインフレ傾向を強めている。斯かる状況下、前回会合で、ECBは拡大資産購入プログラム(APP)のパラメーター(規模、資産構成、期間構成など)は調整可能と述べていることから、本理事会において APPの規模拡大など追加緩和に踏み切る可能性は否めないと考える。しかし、前回 APP導入時には HICPが4か月連続で前年比マイナスになってから導入に踏み切っており、こうした過去の例に照らせば ECBが今しばらく様子見を続ける可能性についても留意する必要がある。このほか、20日(火)にユーロ圏8月経常収支、英9月小売売上高の発表が予定されている。
- ・ 米国では、22日(木)に9月中古住宅販売件数が発表される。8月は年率531万件と5月以来の低水準となったものの、先行指標である9月建設業協会(NAHB)住宅市場指数は62と7月から3か月連続で上昇していることから、今回は同販売件数の持ち直しが期待される(市場予想:537万件)。また、今後の住宅市場を展望する上で、20日(火)に発表される9月住宅着工件数、9月建設許可件数の結果も重要となる。いずれも足許はやや頭打ち感が出ており、今回再び上昇トレンドに乗れるかが焦点となる。また、直近FRB高官からハト派発言が続く中、19日(月)にラッカー・リッチモンド連銀総裁、20日(火)ダドリー・NY連銀総裁、パウエルFRB理事の講演にも注目が集まるだろう。このほか、22日(木)に9月シカゴ連銀全米活動指数の発表が予定されている。また、来週は米企業決算の発表が本格化し、特にドル高が米製造業の業績に与える悪影響が注視される。
- ・ 本邦では、21日(水)に貿易収支の発表が予定されている。財務省が8日に発表した9月上中旬の貿易収支は、+477億円と、8月の同時点(▲7,150億円)から大きく改善した。下旬まで含んだ9月全体の数字で見ると赤字となる可能性はあるものの、8月(▲5,694億円)から貿易赤字幅が縮小する可能性は大きいと見る。このほか、20日(火)に9月工作機械受注(確定値)が発表される。

	本 邦	海 外
10月16日(金)	-----	・米9月鉱工業生産 ・米10月ミシガン大学消費者マインド ・米8月TICレポート(対内対外証券投資) ・ユーロ圏8月貿易収支 ・ユーロ圏9月消費者物価
19日(月)	-----	-----
20日(火)	-----	・米9月住宅着工 ・ユーロ圏8月国際収支
21日(水)	・9月貿易収支	-----
22日(木)	-----	・米9月中古住宅販売 ・米9月景気先行指数 ・欧州中銀理事会(マルタ)
23日(金)	・8月景気動向指数(確報)	-----

### 【当面の主要行事日程(2015年10月～)】

- 米 FOMC(10月27～28日、12月15～16日、1月26～27日)
- 日銀金融政策決定会合(10月30日、11月18～19日、12月17～18日)
- ユーロ圏財務相会合、EU 経済財務相理事会(ECOFIN)(11月9日、10日)
- 欧州中銀理事会(12月3日、2016年1月21日、3月10日)

### 3. ユーロ相場の乱高下を受けて～迫る HICP のマイナス常態化と追加緩和～

#### ユーロ相場乱高下も底打ちは明白

昨日の為替相場ではユーロ相場が乱高下する展開。一連の米経済指標軟化を受けてユーロ/ドルは一時 **1.15** 近傍まで急騰する展開となっていたが、昨日はノボトニー・オーストリア中銀総裁の踏み込んだ発言によって一気に押し下げられている。過去の本欄でも指摘した通り、**ECB** が看過できないであろうユーロ/ドルの高値水準を敢えて挙げるとすれば、それは **5 月以降のレンジ (1.10～1.15)** の上限である「**1.15**」と思われる。今回も **1.15** が

近づく地合いにおいて **ECB** 高官からあからさまな通貨安誘導も取れる発言が飛び出したことは、偶然ではないのかもしれない。なお、足許のユーロ上昇はドル下落の裏表ではあるが、名目実効ベースで見ても明らかに反転しており (図)、ユーロが元より有していたファンダメンタルズ面の強さ (莫大な経常黒字と高めの実質金利) によって相場が押し上げられているものと思われる。『中期為替相場見通し』では今後 **1 年** の間に **1.20** を突破することを予想している。

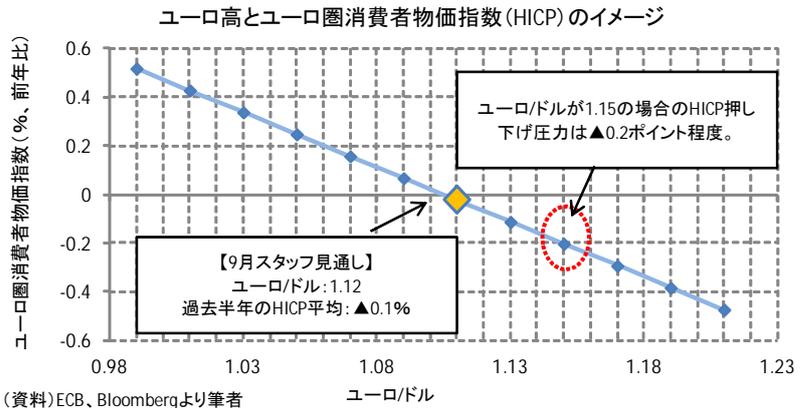


(資料) Bloomberg、ユーロ圏19か国vs.主要貿易相手国20か国ベース。

#### ユーロ高と HICP の関係

ノボトニー総裁は **ECB** の示すインフレ率予想 (**2015 年+0.1%**、**2016 年+1.1%**) に関し「われわれは明らかに目標を達成していない」、「コアインフレ率もわれわれが目指す水準を明らかに下回っている (※それゆえに商品価格下落による一過性の動きと楽観できない)」との認識を示した上で、「現在の経済状況において別の一連の追加手段が必要であることは極めて明白であるように私には思われる」と述べ、追加緩和への強い希望を露わにしている (発言はブルームバーグ報道)。もちろん、これが理事会における意見を代表しているとは限らない。元よりノボトニー総裁は踏み込んだ発言をしがちである。直近で印象に残っている発言では **2014 年 9 月** 理事会で利下げが行われた直後、同総裁はオーストリア公共放送 (**ORF**) のインタビューに対し、「外国為替相場に影響を与えることが大きな目的だった」と目を疑うような発言を行っている。

だが、足許のユーロ高が今後ユーロ圏消費者物価指数 (**HICP**) を **ECB** の想定する以上に押し下げてくる展開は目に見えており、結果として **HICP** のマイナス化が常態化する可能性があるのは確かである。過去の **ECB** のワーキングペーパーやドラギ **ECB** 総裁発言を踏まえれば「**1%**のユーロ高は **1 年**後に **HICP** を **▲0.05** ポイント押し下げる」というイメージになるが、既に **9 月** スタッフ見通しの想定レート (**1.11**) からは **+3%** 以上のユーロ高、今年 **3 月** の年初来安値から見れば **+10%** 程度のユーロ高となっている。少なくともユーロ高の影響だけで、来年 **1～3 月** 期にかけて **▲0.5** ポイント程度の **HICP** 押し下げ効果が想定される上、この過程で原油価格も **▲20%** 以上落ちているのである。フワードルッキングに政策運営するのであれば、確かにノボトニー総裁の言うように「次の一手」を講じる必要はある。



※1: 為替については15年9月スタッフ見通しの想定レート、ユーロ/ドル「1.11」、HICPに関しては15年1～9月平均の「前年同月比▲0.02%」を試算の起点としている。  
 ※2: 過去のECB論文やドラギ総裁発言を踏まえ、「1%のユーロ高は▲0.05ポイントのデフレ圧力」と仮定している。

### 追加緩和は12月が濃厚か？

では10月22日のECB理事会で追加緩和は有り得るのか。プレビューに関しては来週の本欄で行う予定だが、未だHICPのマイナスが1か月分しか確認されていないこと、10月22日を乗り切れば次はスタッフ見通し改定を伴う12月会合(12月3日)であること、FRBの動きを見極める時間を稼げることなどの理由から本稿執筆時点では現状維持の公算が大きいと考えている。なお、直近でHICPのマイナスが常態化したのは2014年12月から2015年3月までの4か月間であり、この間に拡大資産購入プログラム(APP)の示唆(2014年12月)、宣言(2015年1月)、導入(2015年3月)が行われ、ユーロ相場が急落した経緯がある。行動に踏み切る前のある程度のHICPマイナス継続を確認したい意思はあるかもしれない。

引き続き、筆者はファンダメンタルズに照らせばユーロ相場は強いという認識だが、目先はECBが追加緩和を模索し、実際に導入することが見込まれるため、一時的に大きな下振れが発生する可能性がある。「次の一手」の最有力候補はAPPの拡大となろうが、市場はこの多寡に注目することになる。緩和をしても、その本質的な効果には議論の焦点が及ばず、「金額が予想よりも大きければ通貨安、小さければ通貨高」という不毛な心理戦が展開される可能性が高い(正に日銀化現象である)。しかし、来年にはFRBの正常化が挫折する中でドル相場が下落基調になり、再びユーロ相場の地力に着目した買いが優勢となると予想したい。

以 上

国際為替部  
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。

経済指標カレンダー(2015年10月)

月	火	水	木	金	週末
			1 日本 日銀短観(9月調査) 日本 自動車販売台数(9月) 米国 建設支出(9月) 米国 ISM製造業景気指数(9月)	2 日本 労働力調査(8月) 日本 家計調査(8月) 日本 マネタリーベース(9月) 米国 雇用統計(9月) 米国 製造業新規受注(8月)	
5 米国 ISM非製造業景気指数(9月) ユーロ圏 財務相会合	6 日本 日銀金融政策決定会合(~7日) 米国 貿易収支(8月) ユーロ圏 EU経済・財務相理事会(ECOFIN) ドイツ 製造業受注(8月)	7 日本 景気動向指数(速報、8月) 米国 消費者信用残高(8月) ドイツ 鉱工業生産(8月)	8 日本 金融経済月報(10月) 日本 機械受注(8月) 日本 国際収支(8月) 日本 景気ウォッチャー調査(9月) 日本 企業倒産件数(9月) 米国 FOMC議事要旨(9月16~17日開催分) ドイツ 貿易収支(8月) リマ (ペルー) G20財務相・中銀総裁会議	9 米国 卸売売上高(8月) リマ (ペルー) 世銀・IMF年次総会(~11日)	
12 日本 体育の日	13 日本 日銀金融政策決定会合議事要旨(9月14~15日開催分) 日本 貸出・預金動向(9月) ドイツ ZEW景況指数(10月)	14 日本 企業物価(9月) 日本 マネーストック(9月) 米国 生産者物価(9月) 米国 小売売上高(9月) 米国 企業在庫(8月) 米国 ベージュブック ユーロ圏 鉱工業生産(8月)	15 日本 第三次産業活動指数(8月) 日本 鉱工業生産(確報、8月) 米国 消費者物価(9月) 米国 ニューヨーク連銀製造業景気指数(10月) 米国 フィラデルフィア連銀製造業景気指数(10月) 米国 財政収支(9月) ブリュッセル EU首脳会議(~16日)	16 米国 鉱工業生産(9月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(速報、10月) 米国 TICレポート(対内対外証券投資、8月) ユーロ圏 貿易収支(9月) ユーロ圏 消費者物価(確報、9月)	
19	20 米国 住宅着工(9月) ユーロ圏 国際収支(8月)	21 日本 貿易収支(9月)	22 米国 中古住宅販売(9月) 米国 景気先行指数(9月) ユーロ圏 ECB理事会(マルタ)	23 日本 景気動向指数(確報、8月)	
26 米国 新築住宅販売(9月) ドイツ IFO企業景況感指数(10月)	27 日本 企業向けサービス価格(9月) 米国 FOMC(~28日) 米国 耐久財受注(9月) 米国 S&P/ケース・シラー住宅価格(8月) 米国 消費者信頼感指数(10月)	28 日本 商業販売統計(9月)	29 日本 鉱工業生産(速報、9月) 米国 GDP(1次速報、7~9月期)	30 日本 日銀金融政策決定会合・展望レポート 日本 労働力調査(9月) 日本 家計調査(9月) 日本 全国消費者物価(9月) 日本 東京都都区消費者物価(10月) 日本 新設住宅着工(9月) 米国 雇用コスト指数(7~9月期) 米国 個人所得・消費(9月) 米国 シカゴPMI(10月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(確報、10月) ユーロ圏 失業率(9月) ユーロ圏 消費者物価(速報、10月)	

(注)\*を付したものは公表予定が未定であることを示す。  
(資料)ブルームバーグ等より、みずほ銀行作成

経済指標カレンダー(2015年11月)

月	火	水	木	金	週末
2 日本 自動車販売台数(10月) 米国 建設支出(9月) 米国 ISM製造業景気指数(10月)	3 日本 文化の日 米国 製造業受注(9月)	4 日本 マネタリーベース(10月) 米国 ADP雇用統計(9月) 米国 ISM非製造業景気指数(10月) 米国 貿易収支(9月)	5 日本 日銀金融政策決定会合議事要旨(10月6~7日開催分) 米国 労働生産性(7~9月期、速報) ドイツ 製造業受注(9月)	6 日本 景気動向指数(速報、9月) 米国 雇用統計(10月) 米国 消費者信用残高(9月) ドイツ 鉱工業生産(9月)	
9 ユーロ圏 財務相会合 ドイツ 貿易収支(9月)	10 日本 国際収支(9月) 日本 貸出・預金動向(10月) 日本 景気ウォッチャー調査(10月) 日本 企業倒産件数(10月) 米国 卸売売上高(9月) ユーロ圏 EU経済・財務相理事会(ECOFIN)	11 日本 マネーストック(10月) 米国 財政収支(10月)	12 日本 企業物価(10月) 日本 機械受注(9月) ユーロ圏 鉱工業生産(9月)	13 日本 鉱工業生産(速報、9月) 日本 第三次産業活動指数(9月) 米国 小売売上高(10月) 米国 企業在庫(9月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(速報) 米国 生産者物価(10月) ユーロ圏 貿易収支(9月) ユーロ圏 GDP速報、7~9月期) ドイツ GDP(速報、7~9月期)	15 G20(アンタルヤ、~16日)
16 日本 GDP(1次速報、7~9月期) 米国 ニューヨーク連銀製造業景気指数(11月) ユーロ圏 消費者物価(速報、10月)	17 米国 消費者物価(10月) 米国 鉱工業生産(10月) 米国 TICレポート(対内対外証券投資、9月) ドイツ ZEW景況指数(11月)	18 日本 日銀金融政策決定会合(~19日) 米国 住宅着工(10月) 米国 FOMC議事要旨(10月27~28日開催分)	19 日本 貿易収支(10月) 米国 フィラデルフィア連銀製造業景気指数(11月) 米国 景気先行指数(10月) ユーロ圏 国際収支(9月)	20 日本 金融経済月報(11月)	
23 日本 勤労感謝の日 米国 中古住宅販売(10月)	24 米国 GDP(2次速報、7~9月期) 米国 S&P/ケース・シラー住宅価格(9月) 米国 消費者信頼感指数(11月) ドイツ GDP(速報、7~9月期) ドイツ IFO企業景況感指数(11月)	25 日本 金融政策決定会合議事要旨(10月30日開催分) 日本 企業向けサービス価格(10月) 日本 景気動向指数(速報、9月) 米国 個人所得・消費(10月) 米国 耐久財受注(10月) 米国 新築住宅販売(10月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(速報、11月)	26	27 日本 家計調査(10月) 日本 労働力調査(10月) 日本 全国消費者物価(10月) 日本 東京都消費者物価(11月)	
30 日本 鉱工業生産(速報、10月) 日本 商業販売統計(10月) 日本 新設住宅着工(10月) 米国 シカゴ購買部協会景気指数(11月)					

(注)\*を付したものは公表予定が未定であることを示す。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレインードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2~3日開催分)~崩れるインフレ期待?~)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し~利上げ不安は高まるばかり~
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか~待ちくたびれる雇用回復~
2015年10月5日	米9月雇用統計~皮肉な円安シナリオの延命も?~
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)~中国報告開始の影響を考える~)
2015年10月1日	日銀短観9月調査~追加緩和の行方は?~
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道~新「3本の矢」が目指すところ~)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16~17日開催分)~糊代論への未練がましい執着~)
2015年9月17日	日銀4~6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策~株価か実質賃金か~
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?~その②~
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感~上値と下値の用途の考え方~)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて~分があるのはどちらの主張か~
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて~FOMCに先手を打ったECB~)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー~APP延長し唆か?~
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28~29日開催分)を受けて~「断固たる覚悟」は見えず~)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4~6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15~16日開催分)について~no reason for complacency~)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点~その②~
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて~吹けば飛ぶような利上げ期待~
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について~購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価~)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて~見直されるLLR機能~)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合~不安な「ギリシャ後の展開」~)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて~勝負の2週間~
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について~ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針~)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について~デフォルトはメインシナリオへ~
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて~素直な政策金利相場だった上半期~)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて~実感はあるか?~
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて~舞台は首脳級へ引き継ぎ~)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16~17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢~考え得るシナリオや離脱後の相場~
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈~実質実効為替相場を考える~)
2015年6月10日	ユーロ圏1~3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認~4月国際収支統計を受けて~
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について~「壮大な投機」の後退:その②~)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて~ポラリティティ許容発言の意図~
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇~忍び寄り寄る交易損失~
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー~「完全なる実施」の強調~
2015年6月1日	G7を終えて~ドル高、交差する三種の思惑~
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因~従前の想定は変わらず~
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15~16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー~証券投資動向から占うユーロ相場~)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1~3月期GDPについて~消費&在庫が下支え~
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について~6月返済も危ういか~
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について~「壮大な投機」の後退~
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理~何度目かの佳境~
2015年5月14日	ユーロ圏1~3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見直しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について~完全雇用到達後の世界~
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理