

みずほマーケット・トピック(2019年8月23日)

週末版

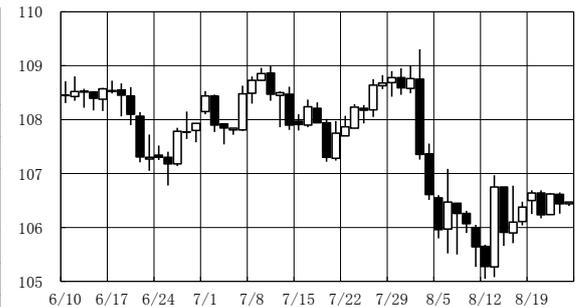
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: ECB 政策理事会議事要旨を受けて~9月のパッケージ緩和が濃厚に?~	

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/円相場は狭いレンジで推移した。週初 19 日に 106 円台半ばでオープンしたドル/円は、米長期金利が 1.6%台を回復したことや、ロス米商務長官が中国電子機器大手に対する制裁猶予を 90 日間延長すると発表したことを受け、一時週高値となる 106.70 円まで上昇。その後も、ローゼンブレン・ボストン連銀総裁の利下げに対する消極的発言がドル買いを促し、週高値付近での推移が続いた。20 日は五・十日絡みの本邦輸入勢のドル買いに支えられたが、買い一巡後は米金利低下を背景にじりじりと値を下げ、一時週安値となる 106.17 円をつけた。その後、メルケル独首相のブレグジットに対する協調的な発言を受け、ポンド/円の上昇によりドル/円も連れ高となるも、米株安の影響が強く、再度、安値手前まで下落した。翌 21 日は米長期金利が 1.6%台近辺まで持ち直す動きに、ドル/円は 106 円台半ばまで上昇するも上値は重い展開。注目の FOMC 議事要旨は市場予想ほどハト派寄りでは無いとの見方が拡がり、ドル/円は 106 円台半ばで底堅く推移した。22 日は、翌日にパウエル FRB 議長のジャクソンホール講演を控えて様子見ムードが強く 106 円台半ばを挟んで小動きとなり、本日のドル/円も同水準での推移が続いている。
 - 今週のユーロ/ドル相場は横ばい推移となった。週初 19 日に 1.11 近辺でオープンしたユーロ/ドルは、英国の合意なき離脱への懸念から上昇したユーロ/ポンドに連れ高となり、ドイツ政府が大規模な景気刺激策を準備しているとの報道に、一時週高値となる 1.1114 をつけた。その後は、米株や米金利の堅調な推移を受けたドル買いにユーロ/ドルは 1.10 台後半まで反落。翌 20 日は、コンテ伊首相の辞任を受け 1.1065 まで下落したが、独 10 年債利回りの低下が一服するとユーロの買戻しが優勢となり、米金利の低下にもサポートされ 1.11 台を回復した。21 日は FOMC 議事要旨が発表され、予想ほどハト派でないとの見方が強まると、ユーロ/ドルは 1.10 台後半まで値を下げた。22 日は、ユーロ圏各国の PMI が予想を上回るとユーロ買いが先行し、ユーロ/ドルは 1.11 台を回復したが、欧州株が軟調となる中で長続きせず反落し、一時週安値となる 1.1064 まで値を下げた。本日のユーロ/ドルは、パウエル議長講演を控え 1.10 台後半で小動きとなっている。

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			
		8/16(Fri)	8/19(Mon)	8/20(Tue)	8/21(Wed)	8/22(Thu)
ドル/円	東京9:00	106.09	106.43	106.57	106.29	106.60
	High	106.49	106.70	106.69	106.64	106.65
	Low	106.03	106.25	106.17	106.24	106.25
	NY 17:00	106.38	106.64	106.24	106.62	106.44
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1111	1.1093	1.1082	1.1098	1.1091
	High	1.1112	1.1114	1.1106	1.1107	1.1113
	Low	1.1066	1.1077	1.1065	1.1080	1.1064
	NY 17:00	1.1091	1.1078	1.1100	1.1085	1.1079
ユーロ/円	東京9:00	117.88	118.05	118.11	117.96	118.22
	High	118.17	118.47	118.25	118.33	118.30
	Low	117.59	117.89	117.58	117.95	117.74
	NY 17:00	117.95	118.14	117.93	118.20	117.92
日経平均株価	20,418.81	20,563.16	20,677.22	20,618.57	20,628.01	
TOPIX	1,485.29	1,494.33	1,506.77	1,497.51	1,498.06	
NYダウ工業株30種平均	25,886.01	26,135.79	25,962.44	26,202.73	26,252.24	
NASDAQ	7,895.99	8,002.81	7,948.56	8,020.21	7,991.39	
日本10年債	-0.24%	-0.23%	-0.24%	-0.24%	-0.25%	
米国10年債	1.56%	1.61%	1.55%	1.59%	1.61%	
原油価格(WTI)	54.87	56.14	56.13	55.68	55.35	
金(NY)	1,523.60	1,511.60	1,515.70	1,515.70	1,508.50	

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、今晚にパウエル FRB 議長が、カンザスシティ連銀主催の年次会合(ジャクソンホール会合)において、金融政策の課題(the challenges for monetary policy)に関して講演する予定である。7月 FOMC 後のパウエル議長の会見は利下げを一時的な調整と示唆し、市場の失望を誘った。21日に公表された FOMC 議事要旨(7月30~31日開催分)では、「政策スタンスの部分的な再調整」もしくは「景気循環途上での調整」としての利下げに至るまでも難しい意見調整があったことをうかがわせた。足許では一段の利下げに消極的な連銀幹部の声も伝えられる。一方で、金利先物市場では9月 FOMC における 25bp の利下げが織り込まれている。利下げの出し惜しみがもたらした結果を教訓に、パウエル議長から利下げの持続可能性を示唆するような発言が出てくるか注目される。金融政策関連ではこのほか、29日(木)にデーリー・サンフランシスコ連銀総裁が、ニュージーランド準備銀行と IMF が開催する政策会合で、インフレ・ターゲットについてのディスカッションに参加する予定である。
- 欧州では、ドイツの重要経済指標の公表が続く点に注目したい。4~6月期の実質 GDP は速報ベースで前期比▲0.1%と3四半期ぶりのマイナス成長となった。ドイツ連邦銀行が公表した8月月報では、7~9月期についても「小幅な減少が続く可能性」が指摘されている。2四半期連続のマイナス成長は、程度はともかくとしても、一般的にはリセッションを意味する。同連銀は「国内景気により大きな影響が及ぶ前に、輸出と製造業が回復するかは不明」としているが、8月の経済指標次第では、リセッションの確率が高まる展開もありえる。もっとも、ドイツ政府はリセッションに陥った場合の景気対策を準備中との報道もある。メルケル首相やシュルツ財務相は景気対策の可能性を示唆した。仮に、ドイツが財政均衡への強い拘りを見直し、景気対策に乗り出すのだとすれば、ユーロ圏景気を考える上で大きな変化とみなすことができそうだ。
- 本邦では30日(金)に、7月鉱工業生産(速報)が公表される。6月は前月比▲3.6%と市場予想(同▲1.7%)を上回る落ち込みとなった。5月の高い伸び(同+2.0%)の反動もあるだろうが、中国景気の減速の影響は無視できない。業種別には、自動車や生産用機械、電気・情報通信機械等が低下に寄与した。6月時点の製造工業生産予測調査によれば、7月が前月比+2.7%、8月も同+0.6%が予測されていたことから、7月鉱工業生産はいくらか持ち直すとみられる。しかしながら、米中対立は深刻化の方向にあり、中国の7月経済指標は総じて市場予想に届かない内容が目立った。また、7月以降強まった日韓対立がサプライチェーンに問題を引き起こすという指摘もみられる。こうしたなか、市場予想(前月比+0.4%)からの下振れには注意したい。

	本 邦	海 外
8月23日(金)	-----	・米7月新築住宅販売件数
24~25日		・G7 首脳会議(8月24~26日、仏ビアリッツ)
26日(月)	・6月景気動向指数(確報)	・独8月 IFO 企業景況感指数 ・米7月シカゴ連銀全米活動指数 ・米7月耐久財受注(速報) ・米8月ダラス連銀製造業活動指数
27日(火)	・7月企業向けサービス価格指数	・独4~6月期 GDP(確報) ・米6月 FHFA 住宅価格指数 ・米8月リッチモンド連銀製造業指数 ・米8月カンファレンスボード消費者信頼感指数
28日(水)	-----	・独9月 GfK 消費者信頼感
29日(木)	-----	・独8月失業者数 ・独8月 CPI(速報) ・米4~6月期 GDP(改定値) ・米7月卸売在庫(速報)
30日(金)	・7月失業率 ・7月有効求人倍率 ・8月東京都区部 CPI ・7月鉱工業生産(速報) ・7月小売売上高	・ユーロ圏8月 CPI(速報) ・米7月個人消費支出 ・米8月シカゴ購買部協会景気指数 ・米8月ミシガン大学消費者マインド指数(確報)

【当面の主要行事日程(2019年9月~)】

ECB 政策理事会(9月12日、10月24日、12月12日)

米 FOMC(9月17~18日、10月29~30日、12月10~11日)

日銀金融政策決定会合(9月18~19日、10月30~31日、12月18~19日)

3. ECB 政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～

パッケージ緩和の可能性高まる

昨日公表された ECB 政策理事会（7月25日開催分）の議事要旨では補完的ないし相乗的な効果を企図して「数々の選択肢をパッケージとして見なすべきである」とのフレーズが目をつけた。例として「利下げと資産購入といったコンビネーションが個別の選択肢を連続的に出すよりも効果的である」などと記述されていることから、9月12日の政策理事会では既にコンセンサスである「預金ファシリティ金利の▲10bps引き下げ」に加え、「拡大資産購入プログラム（APP）の再開」などもセットで打ち出される可能性が出てきたと言えるだろう。ちなみに本欄 2019年7月29日号『ECB 政策理事会レビュー～見どころの整理～』において筆者は以下のように述べたが、概ねその通りになってきたようだ：

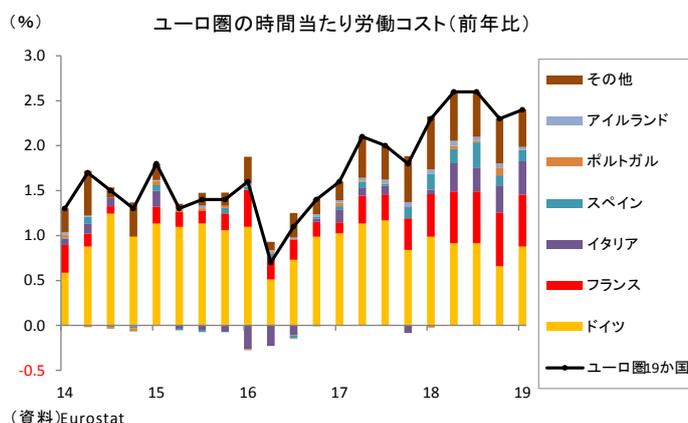
- 現実的な可能性としては「フォワードガイダンスの強化+マイナス金利深掘り+階層化システムの導入」という組み合わせが落としどころになりつつあるように見受けられる。もちろん、これに量的緩和再開も含めた「全部出し」ということもあり得る。過去にドラギ体制では一度に沢山の策を示して事態の収束を試みようとする事が多々あった

任期中の会合も残すところ2回となったドラギ ECB 総裁が最後の最後で包括的な緩和パッケージを打ち出してくる可能性が高まっていると改めて考えたい。なお、デフレ懸念が高まり、現在同様、ユーロ圏の日本化懸念が燻っていたタイミングを捉え、2014年6月5日の政策理事会では①初のマイナス金利導入というサプライズに加えて、②用途を絞った長期流動性供給（TLTRO：targeted longer-term refinancing operations）や③資産担保証券（ABS）の買い切りプログラムの検討、④固定金利・無制限資金供給の延長、そして⑤証券市場プログラム（SMP）の非不胎化を合わせた5本の政策を打ち出すということがあった。果敢に躊躇なく動くという気質がドラギ体制にはある。

なお、議事要旨を見ると、利下げと共にその副作用を軽減する方策として階層化システム（a tiered system）の検討が指示された一方、その導入が意図せぬ結果を生む可能性や本当に副作用を抑制する力があるのかなどといった論点について懸念が出たことも明らかになっている。元より階層化システム自体、共通通貨圏での有効な導入は難しいと言われていたことを思えば、夏季休暇を挟む9月会合で妙案が仕上がってくるかは微妙なところかもしれない。いずれにせよ9月会合のプレビューは別の機会に行うが、その際に今回の議事要旨は有力なヒントとなりそうである。

賃金上昇が物価に反映されず

なお、議事要旨冒頭に示されているクーレ ECB 理事による金融市場動向の総括では EONIA フォワードが既に9月政策理事会における▲10bpsの引き下げを織り込み、2020年末まで見通せば引き下げ幅は30bpsにもわたるとの現状が確認されている（なお、今はもっと踏み込んだ織り込みが進んでいる）。ま



た、ECBによる「予想専門家調査（SPF：Survey of Professional Forecasters）」でもインフレ期待が顕著に下方シフト（a considerable downward shift）しているとの指摘がある。实体经济に目をやっても単位労働コスト（ULC）や稼働率の上昇が見られている割には物価への波及が遅れているとの懸念が示されており、これは企業部門が利益率を圧縮しているからだという分析が示されている。確かに、前頁図に示すように、ULCは過去5年で好調そのものである。この点、いつまで企業部門によるコスト吸収が可能なのかという疑義が呈されているが、既に景気循環が縮小に転じている状況を踏まえると、ULCの伸びが失速するに伴って物価が上昇する契機を逸してしまうという展開も視野に入るだろう。

金融政策戦略は時期尚早

また、7月以降燻っている「中期的に2%未満だが2%に近い（below, but close to, 2% over the medium term）水準」というインフレ目標の修正についても議論の跡が窺えた。しかし、過去にも論じた通り、同フレーズはECBの政策戦略の根幹を担う部分であり、軽々に修正されるものではない。確かに7月会合の声明文には「仮に中期的なインフレ見通しが我々の目標に及ばない状況が継続する場合、インフレ目標を対称的なものと見做して政策理事会は行動する（if the medium-term inflation outlook continues to fall short of our aim, the Governing Council is determined to act, in line with its commitment to symmetry in the inflation aim）」との注目すべきフレーズが挿入されたが、これをもって「中期的に2%未満だが2%に近い水準」という伝統的なフレーズが変わるには至っていない。

今回の議事要旨でもインフレ目標の修正は「戦略的一貫性を確保する観点から、政策戦略に関する幅広い見直し（a broader review）の一環として実施されるべき」とある（目先、対称性を強調することは中期的な戦略とは矛盾しないという整理である）。通常会合で市場期待に応戦する流れの中で済し崩し的に修正するべきではないという判断だろう。「中期的に2%未満だが2%に近い」とのフレーズは2003年5月8日の政策理事会で金融政策戦略の徹底的な評価（a thorough evaluation）を行った上で創られたものであり、この修正には相応の作業が必要と考えるのが自然であろう。過去の本欄でも「ECBという組織のミッションに係る重要な論点であるため、仮に決断するとしてもラガルド新体制において、徹底した議論を尽くした上での話になる」と論じたが、新体制に課された重要作業の1つと考えられる。

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
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は半分変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接点関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切った良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見直し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(プレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金