

# みずほマーケット・トピック(2019 年 9 月 6 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 政策理事会プレビュー～APP 再開は困難だが、露払いはしたいところ～

#### 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/円相場は週後半に上昇する展開。週末に米中の追加関税が発動され、ドル/円は週初 2 日にギャップダウンしてオープン。一時 106 円を割り込んだものの直ぐに 106 円台を回復し、中国 8 月製造業 PMI (財新版)が予想を上回ったことなどから底堅く推移。欧州時間にかけて 106 円台半ば近辺までじりじりと上昇したが、レイバー・デーで米国市場が休場となる中で上値は限られた。翌 3 日は本邦輸入企業のドル買いが入ったものの、前日高値が意識されると上昇は一服し、ブレグジットを巡る不透明感からポンド/円が下落する流れにドル/円も 106 円割れ。その後一旦買い戻されたものの、米 8 月 ISM 製造業景気指数が予想外に 50 を下回る結果となるとドル売りが強まり、一時週安値となる 105.74 円まで下落した。4 日は本邦仲値にかけて反発し、香港行政長官が「逃亡犯条例」改正案の正式撤廃を表明するとドル/円は続伸。さらに、英下院が EU 離脱延期法案を可決したことから 106 円台半ばまで上昇した。5 日には、米 8 月 ADP 雇用統計や米 8 月 ISM 非製造業景気指数が予想を上回ったことから 1 か月ぶりに 107 円ちょうどを上抜けし、一時週高値となる 107.23 円をつけた。本日は米 8 月雇用統計の発表を控え、ドル/円は 107 円近辺で推移している。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は週半ば以降に反発。週初 26 日に 1.09 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、独 8 月製造業 PMI(確報値)の下振れなどから下落。3 日は、本邦輸入勢のドル買いにドル/円が上昇する動きにユーロ/ドルも 1.09 台半ばを割り込み、翌週の ECB 政策理事会を意識した売りや、ハードブレグジット懸念からポンド/ドルが下落する動きに連れ、一時週安値となる 1.0926 をつけた。その後は、米経済指標の悪化を受けたドル売りに 1.09 台後半まで反発し、4 日は独 8 月サービス業 PMI(確報値)が予想を上回ったことなどから 1.10 台を回復。さらにブレグジットを巡る不透明感も後退する中でユーロ/ドルは 1.10 台前半で堅調に推移した。5 日は米中が閣僚級の通商協議を 10 月初旬に開催することで合意しリスク志向が高まる中、ユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1084 まで上昇したが、米経済指標の良好な結果を受けたドル買いに 1.10 台前半まで反落し、本日も米雇用統計の発表を控え、同水準で上値重く推移している。

#### 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			
		8/30(Fri)	9/2(Mon)	9/3(Tue)	9/4(Wed)	9/5(Thu)
ドル/円	東京9:00	106.45	106.14	106.20	105.86	106.34
	High	106.54	106.40	106.39	106.45	107.23
	Low	106.11	105.88	105.74	105.83	106.33
	NY 17:00	106.26	106.26	105.96	106.41	106.94
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1059	1.0990	1.0964	1.0973	1.1034
	High	1.1060	1.0999	1.0979	1.1038	1.1084
	Low	1.0963	1.0958	1.0926	1.0969	1.1017
	NY 17:00	1.0991	1.0966	1.0972	1.1035	1.1035
ユーロ/円	東京9:00	117.75	116.68	116.43	116.19	117.34
	High	117.81	116.77	116.46	117.43	118.60
	Low	116.63	116.38	115.87	116.19	117.29
	NY 17:00	116.84	116.47	116.28	117.43	118.04
日経平均株価		20,704.37	20,620.19	20,625.16	20,649.14	21,085.94
TOPIX		1,511.86	1,505.21	1,510.79	1,506.81	1,534.46
NYダウ工業株30種平均		26,403.28	-	26,118.02	26,355.47	26,728.15
NASDAQ		7,962.88	-	7,874.16	7,976.88	8,116.83
日本10年債		-0.28%	-0.27%	-0.28%	-0.29%	-0.27%
米国10年債		1.50%	-	1.46%	1.47%	1.56%
原油価格(WTI)		55.10	-	53.94	56.26	56.30
金(NY)		1,529.40	-	1,555.90	1,560.40	1,525.50

#### 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6日(金)に8月雇用統計が発表される。7月の非農業部門雇用者数は前月比+16.4万人とほぼ市場予想(同+16.5万人)通りの水準となった。6月の雇用者増が比較的高水準(22.4万人から19.3万人に修正された)であっただけに反動のリスクもあったことを考慮すれば、堅調な内容といえる。平均時給の伸びも前年比+3.2%と6月(同+3.1%)からやや加速した。なお、8月に公表された各種企業マインド指数は総じて予想を上回る内容となったものの、足許の8月ISM製造業景況指数は49.1となり、市場予想(51.3)から大きく下振れただけでなく、景気の拡大と縮小の分かれ目となる50を2016年8月以来で初めて下回った。米中貿易摩擦の高まりや海外需要の後退の影響があらためてうかがえる。一方、8月ISM非製造業景況指数は56.4と市場予想(54.0)を上回る内容となった。非製造業を中心に雇用市場には引き続きタイトさが残る状況とみられるものの、製造業に弱含みの動きが確認されるなか、雇用者数の伸びは緩やかになっていく方向にあらう。8月の非農業部門雇用者増加数については前月比+16.0万人と7月比でやや減速すると市場では予想されている。また、8月平均時給は前月比+0.3%の伸びは維持も、前年比では+3.0%と7月(同+3.2%)比やや減速する見通し。平均時給は昨年8月より前年比+3%台へと加速した経緯がある。失業率については3.7%と7月(3.7%)から横ばいが予想されている。金融政策関連では、今晚6日(金)にパウエルFRB議長がチュールリッヒで開催されるイベントにおいて、景気見通しや金融政策に関するディスカッションに参加する予定。FOMC(9月17～18日開催)を控えて、7日(土)からはブラックアウト期間に入る。
- ・欧州では、12日(木)にECB政策理事会が開催される。7月25日開催の政策理事会では声明文において「内部の専門委員会に選択肢を検討するように指示した」との文言が追加された。そ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」とのフレーズが見られ、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」といった議論が確認された。こうした経緯を踏まえ、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考えられる。だが、今回はAPPの再開までは踏み込まず、「フォワードガイダンスの強化+▲10bpsのマイナス金利深掘り+階層化システムの導入」が現実的な選択となるのではないかと。というのも、8月に入ってからAPPへの反対意見を表明する加盟国中銀総裁の声が相次いでいる(次頁参照)。ドラギ体制は全会一致を犠牲にしてでもスピード感を重視する特徴があるものの、さすがに現時点では時期尚早という印象が拭えない。パッケージ緩和の体裁は保ちつつ、APP再開に関しては将来的な再開を示唆するに止まると予想する。

	本 邦	海 外
9月6日(金)	・7月景気先行指数(速報)	・ユーロ圏4～6月期GDP(確報) ・独7月鉱工業生産 ・米8月雇用統計
9日(月)	・7月国際収支 ・4～6月期GDP(2次速報) ・8月景気ウォッチャー調査	-----
10日(火)	・8月マネーストック ・8月工作機械受注(速報)	・米8月NFIB中小企業楽観指数
11日(水)	・7～9月期景況判断BSI	・米8月生産者物価指数 ・米8月卸売在庫(確報)
12日(木)	・7月機械受注 ・7月第3次産業活動指数	・ECB政策理事会 ・米8月消費者物価指数 ・米8月財政収支
13日(金)	・7月鉱工業生産(確報)	・米8月輸入物価 ・米8月小売売上高 ・米9月ミシガン大学消費者マインド(速報)

## 【当面の主要行事日程(2019年9月～)】

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)  
 ECB政策理事会(10月24日、12月12日、1月23日)  
 米FOMC(9月17～18日、10月29～30日、12月10～11日)

### 3. ECB 政策理事会プレビュー～APP 再開は困難だが、露払いはしたいところ～

#### パッケージ緩和の可能性高まる

来週 12 日に開催される ECB 政策理事会のプレビューを簡単に行っておきたい。7 月 25 日開催の政策理事会では声明文で「内部の専門委員会に選択肢を検討するように指示した」との文言が追加された。そ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」とのフレーズが見られ、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」といった議論が確認された。FOMC 議事要旨と異なり、ECB 政策理事会の議事要旨では「メンバー (member)」が述べた意見は紹介されるものの、そのメンバーが多かったのか少なかったのかまでは分からないが、こうした経緯を踏まえ、9 月 12 日の政策理事会では既にコンセンサスであった「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考えられる。

かかる状況下、今回の見どころは APP の再開までメインシナリオに入れ込むべきかどうかなのだが、以下で述べるように、現時点で相当数の政策理事会メンバーが APP 再開に難色を示しているように見え、今回は「フォワードガイダンスの強化+▲10bps の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現実的な選択となるというのが筆者の現時点での予想である。

#### 「少なくとも7名」の反対が確認される状況

8 月に入ってから APP 再開に難色を示す加盟国中銀総裁の声が相次いでいる。バイトマン独連銀総裁とラウテンシュレーガー ECB 理事というドイツコンビが反対しているのはいつものことだが、クノット・オランダ中銀総裁も 8 月 31 日、「現時点で QE を再開する必要性はない」とはっきり述べている。また、今年 6 月からエストニア中銀総裁となったミュラー総裁が 8 月 12 日に「量的緩和再開の強い論拠が今あるとは思わない」と発言し、26 日にはカジミール・スロバキア中銀総裁も「金融政策を通じた刺激策拡充で信頼を得るには幅広いコンセンサスを集める必要がある」と慎重な姿勢を滲ませている。これだけではない。9 月 1 日にオーストリア中銀総裁に着任したばかりのホルツマン総裁が 8 月 31 日に「追加緩和の提案には一段と批判的な見方を示す公算が大きい」と述べ、4 日にはビルロワドガロー仏中銀総裁も「(量的緩和は) 議論されるべき問題」としながらも、ECB が既に蓄積した資産は高水準に達しており、金利低下に十分に寄与しているとの見方を示し、さらなる資産購入に否定的な見方を覗かせている。

以上で名が挙がった理事や総裁が APP 再開に賛成しないのだとすると、25 名の参加者のうち少なくとも 7 名が反対に回るという話になる (なお、今回はミュラー総裁とビルロワドガロー総裁が輪番制により投票権を持たないが、議論には当然参加する)。ドラギ体制は全会一致を犠牲にしてでもスピード感を重視する特徴があるものの、さすがに今回は意見が割れ過ぎているように見受けられる。パッケージ緩和の体裁は保ちつつ、「フォワードガイダンスの強化+▲10bps のマイナス金利深掘り+階層化システムの導入」で乗り切るのではないだろうか。

#### とはいえ、ラガルド体制のために「露払い」も

但し、将来的な APP 再開を否定するものではなく、その可能性については含みを残す公算も大きい。どう考えても今回の利下げを経て▲50bps まで達した政策金利を複数回掘り下げていく展開は現実的と

は言えず、いずれ APP 再開は検討せざるを得ないだろう。だとすれば、ラガルド次期 ECB 総裁が少しでも摩擦なく APP 再開に踏み切れるような「露払い」はしておきたいというのが人情ではないか。8 月 29 日、ラガルド次期 ECB 総裁は ECB に利下げ余地があることを欧州議会で発言したが、APP 再開については言質を与えていない。今、このタイミングならばドラギ体制の影響力を残す形で道筋は作れる。

もちろん、現行の声明文においても「potential new net asset purchases」を検討することが既に指示されているので、ある程度は道筋がつけられている。但し、APP 再開にあたっては各種パラメーター（出資比率（the capital key）に応じた購入按分や 33%ルール（the issuer limit）の是正など）を修正する必要がある。その修正こそが慢性的な購入対象資産の不足に直面する APP を再開するにあたって最も難しいパートであり、新体制移行前に片付けておきたい意向はあるのではないか。7 月の総裁会見では「出資比率問題の方が ECB の裁量で解決できるので、こちらの制約を取り払うほうが簡単という理解で良いか」と尋ねた記者も現れ、「それは 9 月に回答した方が良いだろう」とドラギ総裁も回答していた。現段階での APP 再開については意見集約が非常に難しいとしても、9 月ないし 10 月の政策理事会の機会を用いて新体制が「量」に回帰しやすいような「露払い」、具体的にはパラメーターの修正などについては意見をまとめておくのではないかと筆者は見ている。

ちなみに、ラガルド次期総裁は欧州議会において「政策金利が事実上の下限（ELB：Effective Lower Bound）に達したとは考えていないものの、低金利が銀行部門や金融の安定性全般に影響を及ぼすことは間違いない」とも述べている。元より春先からその必要性が議論されていたが、今回の利下げとセットで階層化を象徴とする副作用軽減措置が導入されるのはほぼ既定路線であり、これもラガルド新体制との接続を考えれば必要な措置と考えられる。

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](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。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](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9月5日	プレグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(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？～)
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年上半年期の対米証券投資について～下期以降の景色は十分変わりそう～)
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「1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レビュー～サプライズがあるとするならば・・・～)
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「接待関係」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	「1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」と割り切って良いのか？～)
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世界経済見通し～「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