

みずほマーケット・トピック(2019 年 9 月 27 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:三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB 理事辞任の読み方～

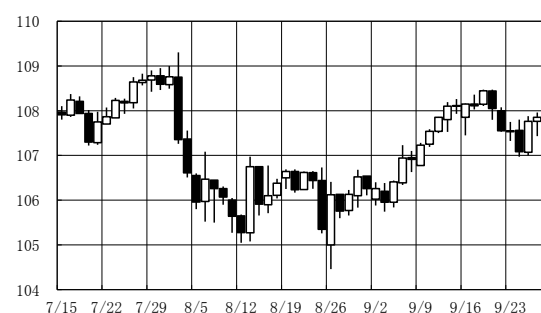
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下に往って来いの展開。23 日に 107 円台後半でオープンしたドル/円は、独 9 月 PMI(速報値)が 6 年半ぶりに 50 を下回り、ユーロ/円の売りにドル/円も 107 円台前半まで連れ安となった。24 日は中国が米国産大豆の輸入関税を掛けないとの報道、日銀黒田総裁の追加緩和に前向きな発言、英国最高裁が首相による議会の閉鎖を違法と判断したことなどから 107 円台後半まで上昇した。しかし、米 9 月消費者信頼感指数の下振れや、ペロシ米下院議長がトランプ米大統領に対し正式な弾劾請求を発表するとの報道からドルが売られ、一時週安値となる 106.96 円まで下落した。25 日は米中貿易協議への期待感からじわじわと反発し、米 8 月新築住宅販売件数が予想を上回ったことや、日米貿易協定の初期段階の合意が発表されると勢いが加速し 107 円台後半まで上昇。26 日は期末を控えたドル買いの思惑が強まる中、ニューヨーク連銀の翌日物レポオペの結果に対しドル売りが持ち込まれ、さらにトランプ大統領の内部告発状が提出されるとドル/円は 107 円台前半まで下落。しかし、中国王外相が米国からの輸入を拡大する用意があるとの発言したことから、一時週高値となる 107.96 円まで反発した。本日のドル/円は 107 円後半での推移が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は下落する展開。週初 23 日に 1.10 円台前半でオープンしたユーロ/ドルは、一時週高値となる 1.1025 をつけたが、弱いユーロ圏 8 月 PMI の結果を受け 1.09 円台後半まで急落。その後は、ドラギ ECB 総裁が追加利下げの余地はまだあるとの発言に下押しする局面もあったが、ドル売りが優勢となり 1.10 手前まで反発した。24 日は米 9 月消費者信頼感指数の悪化を受けたドル売りにユーロ/ドルは 1.10 円を回復し、トランプ大統領の弾劾請求が発表されると週高値圏まで上昇。翌 25 日は、ドル買いが強まる中でユーロ/ドルはじり安の展開となり、トランプ大統領が中国との通商協議の予想よりも早い合意を示唆したことからドル買いが加速すると 1.09 円台前半まで下落した。26 日はトランプ大統領の内部告発状の開示によるドル売りが先行し 1.09 円台後半まで反発したが直ぐに反落し、中国外相の発言で 1.0909 まで下落した。本日のユーロ/ドルは安値を更新し、1.09 付近で推移している。

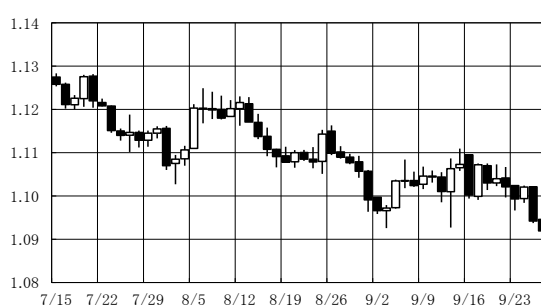
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		9/20(Fri)	9/23(Mon)	9/24(Tue)	9/25(Wed)	9/26(Thu)
ドル/円	東京9:00	108.07	107.65	107.60	107.18	107.70
	High	108.08	107.77	107.80	107.88	107.96
	Low	107.52	107.32	106.96	107.00	107.43
	NY 17:00	107.55	107.53	107.09	107.76	107.85
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1045	1.1019	1.0994	1.1014	1.0951
	High	1.1067	1.1025	1.1024	1.1023	1.0968
	Low	1.0996	1.0966	1.0984	1.0938	1.0909
	NY 17:00	1.1021	1.0993	1.1021	1.0942	1.0920
ユーロ/円	東京9:00	119.37	118.64	118.31	118.04	117.94
	High	119.38	118.79	118.56	118.20	118.05
	Low	118.47	117.77	117.90	117.80	117.53
	NY 17:00	118.52	118.21	117.98	117.96	117.75
日経平均株価		22,079.09	-	22,098.84	22,020.15	22,048.24
TOPIX		1,616.23	-	1,622.94	1,620.08	1,623.27
NYダウ工業株30種平均		26,935.07	26,949.99	26,807.77	26,970.71	26,891.12
NASDAQ		8,117.67	8,112.46	7,993.63	8,077.38	8,030.66
日本10年債		-0.22%	-	-0.24%	-0.26%	-0.25%
米国10年債		1.72%	1.72%	1.65%	1.74%	1.69%
原油価格(WTI)		58.09	58.64	57.29	56.49	56.41
金(NY)		1,515.10	1,531.50	1,540.20	1,512.30	1,515.20

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、10月1日(火)に9月ISM製造業景気指数が発表される。同指数は8月に49.1となり、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。輸出受注にいたっては43.3と2009年4月(42.9)以来の水準まで悪化。前回景気後退期(2008年1月～2009年6月)並みとなった。9月以降は、米中が追加措置に踏み切った一方、緊張緩和を模索する動きもうかがえたことから、9月は50.5へやや改善すると市場では予想されている。また、4日(金)には、9月雇用統計が発表される。8月の非農業部門雇用者数は前月比+13.0万人と6月(同+15.9万人)からの減速が確認される内容。サービス業の一部(教育等)の減少が響いた。もっとも、サービス部門は医療や専門サービスをはじめ依然堅調であり、一部業種の減少も持ち直しが期待される。9月は前月比+14.0万人と8月比でやや改善すると市場では予想されている。このほか、連銀総裁等の講演も多数予定されている。今晚27日(金)にクォールズ副議長とハーカー・フィラデルフィア連銀総裁、1日(火)にはエバンス・シカゴ連銀総裁とボウマン理事、2日(水)にはバーキン・リッチモンド連銀総裁やハーカー・フィラデルフィア連銀総裁、ウィリアムNY連銀総裁、3日(木)はエバンス・シカゴ連銀総裁やローゼングレン・ボストン連銀総裁、メスター・クリーブランド連銀総裁が、4日(金)にはボスティック・アトランタ連銀総裁、6日(日)はジョージ・カンザスシティ連銀総裁の講演が予定されている。
- ・ 本邦では、10月1日(火)に日銀短観(9月調査)が発表される。6月調査では、大企業・製造業の景況感が▲7と2期連続で悪化して2016年9月調査以来の低水準を記録した。他方、大企業・非製造業は+23と事前の悪化予想を覆す改善をみせたものの、10月の消費増税を見据えた駆け込み需要に引きずられた感がある。実際、3か月先の景況感は、製造業のほぼ横ばいに対して、非製造業はDIのプラス幅縮小が見越されていた。6月以降も米中貿易摩擦は悪化の方向にあることを考慮すれば、特に製造業で景況感の下振れが警戒される。また、6月調査においては想定為替レート(大企業・製造業)がやや円安方向に見直されたが、実際には円高が進んだこともマイナスに作用すると考えられる。9月調査の景況感DIについては、大企業・製造業が1、同・非製造業が20と6月調査からプラス幅が縮小すると市場では予想されている。

	本 邦	海 外
9月27日(金)	・9月都区部CPI	・米8月個人消費支出 ・米8月耐久財受注(速報) ・米9月ミシガン大学消費者マインド(確報)
30日(月)	・8月小売売上高 ・8月鉱工業生産(速報) ・8月建設工事受注	・独9月CPI(速報) ・米9月シカゴ購買部協会景気指数 ・米9月ダラス連銀製造業活動指数
10月1日(火)	・8月失業率 ・8月有効求人倍率 ・日銀短観(9月調査) ・9月製造業PMI(確報) ・9月自動車販売台数	・独9月製造業PMI(確報) ・ユーロ圏9月製造業PMI(確報) ・ユーロ圏9月CPI(速報) ・米9月製造業PMI(確報) ・米9月ISM製造業景況指数 ・米8月建設支出 ・米9月自動車販売台数
2日(水)	・9月マネタリーベース	・米9月ADP雇用統計
3日(木)	-----	・米8月耐久財受注(確報) ・米9月ISM非製造業景気指数
4日(金)	-----	・米9月雇用統計 ・米8月貿易収支

【当面の主要行事日程(2019年10月～)】

日銀金融政策決定会合(10月30～31日、12月18～19日、1月20～21日)
 ECB政策理事会(10月24日、12月12日、1月23日)
 米FOMC(10月29～30日、12月10～11日、1月28～29日)

3. 三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB 理事辞任の読み方～

ラウテンシュレーガー理事の突然の辞任

先週 25 日、ECB はドイツ出身のラウテンシュレーガー理事が 2022 年 1 月の任期満了を待たず、10 月末に退任すると発表した。理由は明らかにされておらず、同氏が ECB スタッフに宛てた電子メールでは「現状を踏まえ退任は最善の行動」と記述されていたという。理由は示されずとも間違いなく現行の政策運営への抗議辞任であろう。後任としてはクラウディア・ブッフ独連銀副総裁や独経済諮問委員会のメンバーを務めるイザベル・シュナーベル氏などの名が挙がっている。ドイツ出身者でなければならないというルールはないが、ラウテンシュレーガー理事がいなくなると、常時投票権を有する役員会メンバーからドイツ出身者がいなくなるという事態になる(下表)。そのような事態が許容されるとは考えにくいいため、基本的にはドイツ出身者を探る線で話が進むだろう。

ECB 役員会メンバーの現状(2019年9月時点)

ポスト	氏名	国籍	開始	終了	スタンス
総裁	ドラギ	イタリア	2011年11月1日	2019年10月31日	ハト
副総裁	デギンドス	スペイン	2018年6月1日	2026年5月31日	ハト
理事(※)	レーン	アイルランド	2011年6月1日	2027年5月31日	ハト
理事	ラウテンシュレーガー	ドイツ	2014年1月27日	2022年1月26日	タカ
理事	クーレ	フランス	2012年1月1日	2019年12月31日	ハト
理事	メルシュ	ルクセンブルク	2012年12月15日	2020年12月14日	タカ

(資料)ECB、※はチーフエコノミスト。色付きは19年に任期が到来するポスト。

「ドイツの乱」は 10 年で 3 回目

ECB 政策理事会における「ドイツの乱」はこれが初めてではない。少なくとも緩和を巡る抗議辞任は過去 10 年で 3 回目となる。2011 年 9 月、ドイツ出身のシュタルク理事が「個人的な事情」で任期満了前に辞任している。これは当時の ECB が決定した証券市場プログラム (SMP) 再開への抗議辞任だったと言われている。ちなみに、この 7 か月前の同年 2 月にはウェーバー独連銀総裁 (当時) も任期途中での辞任を表明しており、これも SMP への抗議辞任だったと目されている。2011 年 11 月以降、トリシェ ECB 総裁 (当時) の後任はドラギ伊中銀総裁 (当時) ではなくウェーバー独連銀総裁だと言われていたので、この抗議辞任は ECB 総裁の椅子を蹴るという行為も含めて相当に強いものだと解釈された。今回のラウテンシュレーガー理事の辞任も 9 月 12 日の政策理事会で拡大資産購入プログラム (APP) 再開が決断されたことが契機になったのだろう。同理事は 8 月 30 日、メディアへのインタビューで「資産購入プログラム再開の必要性を感じない」と明言している。こうした意向が踏みにじられたとの思いが強いのだろう。SMP の次は APP で分裂が発生してしまった。資産購入策は ECB にとって鬼門の選択である。

ラガルド体制では「多数決で突破」が難しくなる

今後の政策運営への影響が大きいとは思わないが、小さいものでもないだろう。恐らくラウテンシュレーガー理事はドラギ体制からラガルド体制に移行しても現状と同じような「済し崩し的な緩和路線」が選択されると将来を悲観したのだろう。本欄でも 9 月 12 日の政策理事会に関し、プレビューおよびレビューを行った際、APP 再開にまつわる反対メンバーの多さに着目した。いくら多数決が原則だからといって、報道されているだけでも 25 名のメンバーのうち 7 名が反対意見を表明しているような案が軽々にまかり通ってしまう状況は普通ではない。もちろん、今年 11 月以降に始まるラガルド新体制を気遣って「先に決めてあげた」というのが実情に近いと見受けられるが、周知の通り、その気遣いが材料出尽くしの観

測を引き起こし、むしろ会合後のユーロや域内金利は上昇した。

2011年にシュタルク理事やウェーバー総裁が辞任した際、政策運営に大きな影響は見られなかった。これは欧州債務危機の最中でドイツだけが孤立していたからだろう。追随するものがなければ影響は小さい。だが、現状はフランス、オランダ、オーストリア、エストニアなどのメンバーも反対に回っている。それでも南欧を中心とする「数の力」には劣るが、ドイツだけが孤立していた過去の分裂よりも危機感を持って接する事態になっている可能性は高い。かかる状況下、ラガルド新総裁はドラギ総裁がやっていたような「迅速性を重視し多数決で突破」というような政策運営はやりにくくなっていると予想される。市場の耳目を集めやすい派手な立ち回りは当面、控えられるだろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(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～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ボンド/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との関係～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リバランス効果
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年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
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」～対抗措置としての円安～
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當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/円相場との関係～「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	ブレグジット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～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