

みずほマーケット・トピック(2019 年 11 月 15 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:ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～

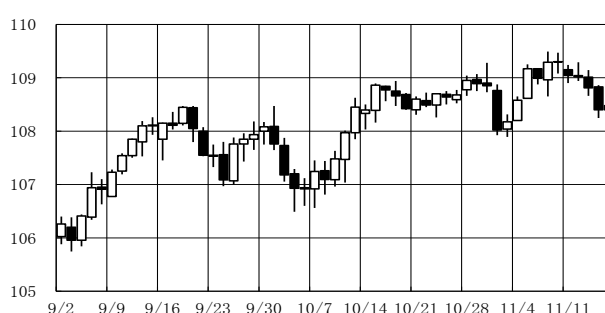
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円相場は円高の展開。週初 11 日に 109 円台前半でオープンしたドル/円は、米国休日の中、動意に乏しく、仲値にかけて高値をつけた後、実需の売りが先行し、じり安の展開となった。その中で、香港デモの混乱拡大や米中協議の不透明感がリスク材料となり 109 円を割れる展開に。12 日は日経平均株価の上昇に後押しされ、一時週高値の 109.29 円まで上昇したが、米中協議に関する報道が錯綜した後、米国株式市場が軟化する展開に 109 円を下抜けた。その後はクドロー米国家経済会議委員長がトランプ米大統領から減税第 2 弾を検討するよう指示されたとの報道に底堅く推移したが、13 日は香港情勢に起因したアジア株の全面安の展開に、円買いが進みじり安の展開に。その後も農作物購入を巡り米中協議が難航しているとの報道に一時 108 円台半ばまで下落。14 日は、中国 10 月鉱工業生産や 10 月小売売上高が予想を下回り、リスクオフの円買いが優勢となると米金利低下もあいまって 108 円台半ばまで下落した。その後は米中協議で第 1 段階の合意が難航しているとの報道に一時週安値の 108.24 円をつけた。本日も同水準で推移している。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は往ってこいの展開。週初 11 日に 1.10 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、米国休場で、欧州主要指標の発表もなく動意に乏しい展開。英国でブレクジット党が 12 月の総選挙で保守党と争わない姿勢を表明すると、政局安定期待からポンドが上昇し、ユーロ/ドルも一時週高値の 1.1043 まで連れ高となったが、米中協議の不透明感から上値の重い展開が続いた。12 日は米国市場の堅調推移と米金利上昇に伴い、一時 1.10 付近まで下落した後、米中協議の進展を巡る報道に動意に乏しい推移が続いた。13 日は主要指標の発表もなく前日同様、狭いレンジでの推移が続く中、パウエル議長が議会証言で現在の政策スタンスは適切である公算が大きいとの内容に、一時ドル高が進み 1.10 を下抜けた。14 日は独 7～9 月期 GDP がマイナス成長を回避したことが好感され 1.10 台を回復した。その後も上値は重かったものの、米金利の低下を契機に一時 1.10 台前半まで上昇し、本日も同水準で推移している。

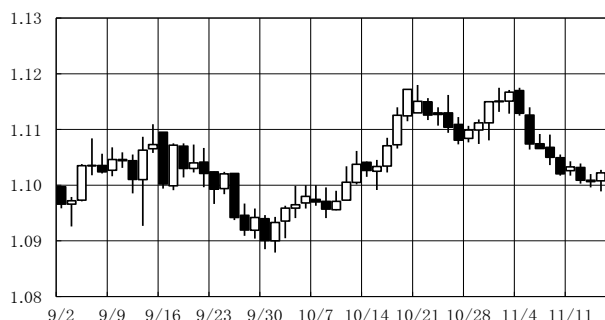
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		11/8(Fri)	11/11(Mon)	11/12(Tue)	11/13(Wed)	11/14(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.28	109.20	109.05	109.00	108.80
	High	109.48	109.25	109.29	109.15	108.86
	Low	109.08	108.90	108.93	108.66	108.24
	NY 17:00	109.30	109.05	109.02	108.81	108.40
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1053	1.1022	1.1035	1.1012	1.1010
	High	1.1055	1.1043	1.1040	1.1020	1.1027
	Low	1.1017	1.1017	1.1003	1.0995	1.0989
	NY 17:00	1.1021	1.1033	1.1009	1.1007	1.1022
ユーロ/円	東京9:00	120.78	120.37	120.34	120.03	119.75
	High	120.85	120.41	120.63	120.17	119.81
	Low	120.23	120.08	119.96	119.60	119.26
	NY 17:00	120.39	120.30	119.98	119.78	119.48
日経平均株価		23,391.87	23,331.84	23,520.01	23,319.87	23,141.55
TOPIX		1,702.77	1,704.03	1,709.67	1,700.33	1,684.40
NYダウ工業株30種平均		27,681.24	27,691.49	27,691.49	27,783.59	27,781.96
NASDAQ		8,475.31	8,464.28	8,486.09	8,482.10	8,479.02
日本10年債		-0.06%	-0.07%	-0.04%	-0.05%	-0.08%
米国10年債		1.94%	-	1.93%	1.89%	1.82%
原油価格(WTI)		57.24	56.90	56.78	57.12	56.90
金(NY)		1,462.90	1,457.10	1,453.70	1,463.30	1,473.40

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、来週 21 日(木)に FOMC 議事録が公表される。前回の 9 月 FOMC 議事録では、7 月会合以降、米中貿易摩擦を起因とする先行き不透明な海外情勢や、国債のイールドカーブの状況などを鑑みて経済のリセッションの可能性がここ数か月で高まったと指摘された。これを踏まえ、その後の 10 月 FOMC 会合では、安定した雇用に裏打ちされた堅調な家計支出に対し、企業の設備投資と輸出は依然弱いままであり、長期的なインフレ期待の指標はあまり変わっていないとの判断から、▲0.25%の利下げが決定された。10 月会合後の会見や今週 13 日のパウエル FRB 議長の議会証言で長期の政策金利の据え置きは示唆されていることに加え、今週 14 日の下院予算委員会でパウエル議長は、「緩やかな成長の継続というのが我々の見通しおよび期待だ。リセッションの可能性が現時点で高まっていると考えられる理由は一切ない」とも述べており、年内最後の会合を見据える上で、議事録内で前回からの見通しの変化があったかは注目すべきだろう。このほか、今晚には、11 月ニューヨーク連銀製造業景気指数、10 月輸入・輸出物価指数の発表を控えている。金融政策関連では、今晚 15 日(金)にブラード・セントルイス連銀総裁や、ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁、カプラン・ダラス連銀総裁が講演の予定。19 日(火)はメスター・クリーブランド連銀総裁、ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁が講演する予定。また、21 日(木)にはメスター・クリーブランド連銀総裁が講演をする予定。
- ・ 本邦では、20 日(水)に 10 月貿易収支の発表を控えている。先月末の金融政策決定会合時の日銀作成レポートによれば、「輸出は、当面、弱めの動きが続くものの、海外経済が総じてみれば緩やかに成長していくもとの、基調としては緩やかに増加していくと考えられる」としている。一方、足許の経済成長率については、「海外経済の成長ペースの持ち直し時期の遅れから、幾分下振れている」と記載しており、米中協議の長期化による輸出の伸び悩みが経済成長を妨げるリスクを示唆している。かかる中、政策会合後初の本指標の発表は、日銀にとって年内最後の会合に向けて、フォワードガイダンス策定や重視すべきリスクの点検に際しての主要材料となるだろう。

	本 邦	海 外
11 月 15 日(金)	・9 月鉱工業生産(確報)	・米 11 月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・米 10 月輸出入物価指数
18 日(月)	・7～9 月期個人向け貸出金	—————
19 日(火)	—————	・米 10 月住宅建設許可 / 建設許可件数 / 住宅着工件数
20 日(水)	・10 月貿易収支	・独 10 月生産者物価指数
21 日(木)	・9 月全産業活動指数	・米 10 月 FOMC 議事録公表
22 日(金)	・10 月全国 CPI	・ユーロ圏 11 月消費者信頼感 ・独 7～9 月期 GDP(確報)

【当面の主要行事日程(2019 年 11 月～)】

ECB 政策理事会(12 月 12 日、1 月 23 日、3 月 12 日)

日銀金融政策決定会合(12 月 18～19 日、1 月 20～21 日、3 月 18～19 日)

米 FOMC(12 月 10～11 日、1 月 28～29 日、3 月 17～18 日)

3. ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～

「基本的には覇権争い」との視座を

昨日の為替市場では米中貿易交渉の頓挫が囁かれる中でドル/円相場が一時 108.24 円まで下落している。案の定、部分合意への道のりは平坦ではない様相だが、「基本的には覇権争い」という視座を念頭に置けば当然の展開である。部分合意ですらここまで揉めている状況を見れば、関税の完全撤廃などが現実にかかるシナリオとして想定されない。また、タカ派に傾いている FRB の政策運営に関しても、「物価が上がりにくい中では正常化への転進は困難」と整理し、米金利が再び低下に向かう展開を警戒したい。

ラガルド総裁に託された「overhaul(刷新)」ミッション

ところでラガルド ECB 総裁が着任して 2 週間が経つが、興味深い報道が相次いでいる。13 日のロイターはラガルド総裁が政策理事会メンバーと ECB 本部の外で私的な会合を設け、同日に率直な意見交換を行ったことを報じている。また、11 日には FT 紙が『Christine Lagarde faces ECB council push to overhaul policymaking』と題し、やはりラガルド総裁が政策理事会メンバーと意思決定プロセスの在り方を巡って話し合いを持つと報じている。これらは 12 日に開催されたラガルド総裁にとっての初会合である政策理事会（金融政策以外の論点を取り扱う政策理事会）を挟んだ報道であり、FT 紙はその事前（観測）報道、ロイターは事後報道という位置付けである。いずれにせよ現在の政策理事会に深い分断があること前提とした報道と言える。

本欄でも繰り返し論じている点ではあるが、9 月会合で出席メンバーの 3 分の 1 が反対した包括的な緩和パッケージを強引に決定したことで、政策理事会にはかつてない亀裂が発生した状態にある。最後となる 10 月会合でドラギ前総裁は反対メンバーから「過去は水に流そう（Bygones are bygones）」との声も上がったと述べているが、心中穏やかではないメンバーも未だ存在すると見られ、そうしたメンバーを中心として新体制への切り替えを契機に同様の事態が発生しないような制度修正が検討されているという現状と見受けられる。IMF やフランス財務省でトップを務めたラガルド総裁ならば、政策決定過程の overhaul（刷新）は比較的容易に進むのではないかという周囲の期待もあろう。

政策決定に投票方式を求める声

ちなみに FT 紙による上記の観測報道では 12 日会合に出席したメンバーのうち 4 名の話として「政策決定に関する投票を常時行うこと」や「総裁が事前に政策計画をアナウンスすることはしないこと」を提案すると報じられていた（タカ派定番の加盟国で言えば、4 名はドイツ、オランダ、フランス、オーストリアなどが考えられる）。実際は今回の会合でそうした議論があったことは報じられておらず、金融安定報告書や決済に係る報告が行われたに過ぎないようだ。だが、上述したようにロイターが報じている「私的な会合」は現実には開催されており、そこで制度修正に係る議論は交わされた可能性が高そうである。

周知の通り、FRB や日銀、そしてイングランド銀行（BOE）などとは異なり、ECB は政策決定に関する投票は行っておらず、個々のメンバーの政策スタンスは「公式には」分らない（各種講演で奔放な発言が見られるので「非公式には」分かる）。それゆえに「大半のメンバーが賛成した」とか「明確な多数派が賛成した」とかいった曖昧な表現が総裁会見で使用されているのである。今回の提案は ECB も投票方式にして欲しいという提案であり、反対意見を黙殺され続けてきたメンバーからすれば積年の願いを吐露したものと言えるかもしれない。

ドラギ型からトリシェ型

また、もう 1 つの論点である「総裁が事前に政策計画をアナウンスすることはしないこと」は他中銀と比べても示唆に富むことが多かったドラギ元総裁の会見の在り方に疑義を呈したものだ。ドラギ元総裁は変幻自在とも言えるコミュニケーションで市場期待と巧く対峙し、次回会合への見通しを様々な形でしばしば口にしていた。その前任であるトリシェ元総裁はドラギ元総裁のような奔放な形ではなく、「**monitor closely**（注意深く監視する）」、「**monitor very closely**（非常に注意深く監視する）」、「**strong vigilance**（強い警戒）」といった独自のフレーズを使い、市場期待をコントロールしてきた。これらのフレーズが「トリシェ・コード」などと呼ばれていたことから相応に機能していたことが窺える。特定フレーズで期待を誘導するアプローチは政策理事会で議論を重ね合意形成を重視するアプローチと親和性が高いものだろう。調整能力に定評があるラガルド総裁も同様のスタイルに収束していく可能性がありそう（トリシェ元総裁と同じフランス人であるという共通項もある）。

だが、十分な議論を経て合意を形成した後、総裁会見で特定フレーズとともにアナウンスし、次回会合の決定に繋ぐというスタイルは内部の亀裂を回避するのと引き換えに政策決定の迅速性を放棄するという側面があることを留意したい。

寄り合い所帯ゆえに難しい投票方式

なお、総裁会見のスタイルは柔軟に変われるとしても、金融政策決定に投票を組み込むのは容易ではない。確かに、投票を組み込んだ方が民主的な意思決定ではある。しかし、話はそう単純ではない。というのも、「誰がどのような意思決定をしたのか」という部分について **ECB** は敢えて非公開にしてきたという経緯がある。これは **ECB** があくまで「域内の共通利益のために意思決定を行う組織」であり、メンバーの氏名や出身国などと共に政策スタンスが明示されてしまうと出身国への配慮から言動が縛られてしまうのではないかという配慮があったからだ。また、そこまで透明性を高めてしまうと加盟国間の対立が白日の下に晒され、亀裂を深める一因にもなりかねないという懸念もあった。何でも透明化すれば良いというわけではなく「破壊的な透明性」という視点もあり得ることは留意すべきである。**FT** 紙が報じる提案は実際になされておらず、本当にそのようなメンバーが存在したのかも真偽は不明である。だが、仮にそのような制度修正が検討され、実現するにしてもそのハードルはかなり高いと筆者は考えている。

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11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
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、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	プ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幅変わりそう～)
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～