

みずほマーケット・トピック(2020 年 10 月 9 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(9 月 8~9 日開催分)~露骨なユーロ高けん制の実情~

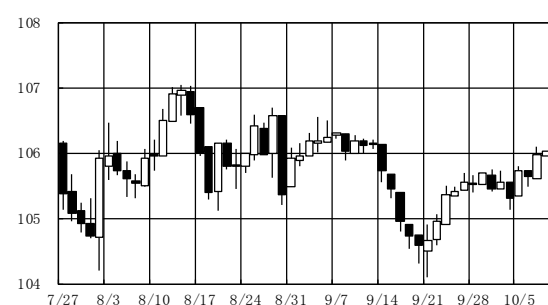
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル/円相場は週後半に上昇する展開。週初 5 日、105 円台半ば近辺でオープンしたドル/円は、オープン直後に一時週安値となる 105.35 円をつけるも、トランプ大統領の容態が良好であるとの報道にリスク回避巻き戻しの円売りが先行すると、105 円台後半まで上昇。その後も米 9 月 ISM 非製造業景気指数が市場予想を上回り、米株価が堅調に推移したことを背景に、ドル/円は 105 円台後半の底堅い推移となった。6 日は、トランプ大統領が景気対策交渉の停止を発表したとの報道が嫌気されて米株価の急落とともにリスクオフの円買いが強まり、ドル/円は 105 円台半ば近辺まで値を下げた。翌 7 日は、昨日の円買いが一服すると、ドル/円は、一時週高値となる 106.11 円まで上昇。その後、FOMC 議事要旨の発表を受けるも市場の反応も限定的で、ドル/円は、106 円を挟んでレンジ狭く推移した。8 日、米追加経済対策合意への期待感が強まり、ドル/円は週高値水準まで値を上げるも、その後は動意に乏しく終始 106 円挟みの小動きとなった。本日も、106 円近辺での狭いレンジでの値動きとなっている。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は揉み合う展開。週初 5 日、1.17 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、序盤に一時週安値となる 1.1704 をつけるも、リスク志向のドル売りに 1.17 台後半まで上昇した。翌 6 日は、欧州株や米株先物が上げ幅を拡大する動きにリスク志向のドル売りが強まると、ユーロ/ドルは一時週高値 1.1807 まで上昇した。その後、トランプ大統領の景気対策交渉停止の発表を受けて、リスクのドル買いが強まったことから、1.17 台前半まで下落した。7 日は、前日のリスク回避のドル買いが巻き戻されたことやユーロ/ボンドの買いにサポートされ、ユーロ/ドルは 1.17 台後半まで上昇。しかしその後は、米金利上昇や欧米金利差が拡大する中、更なる上値追いは限定的で揉み合い推移となった。8 日、欧州株価が堅調推移する中、ユーロ/ドルは再度 1.17 台後半まで上昇。その後は、ブレグジット交渉の難航を伝える報道や ECB 政策理事会の議事要旨において、ECB のユーロ高への懸念が伝わったことから上値が重い展開となり、1.17 台前半まで下落した。本日のユーロ/ドルは 1.17 台半ばでの取引となっている。

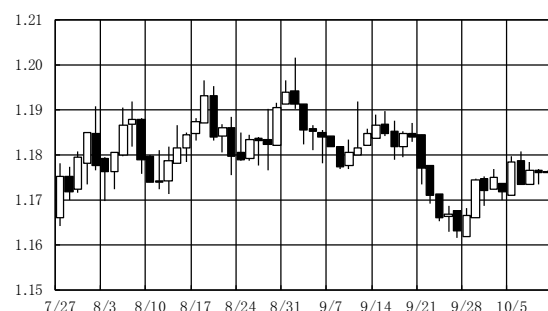
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		10/2(Fri)	10/5(Mon)	10/6(Tue)	10/7(Wed)	10/8(Thu)	
ドル/円	東京9:00	105.56	105.54	105.71	105.64	105.98	
	High	105.66	105.79	105.78	106.11	106.11	
	Low	104.95	105.35	105.48	105.60	105.93	
	NY 17:00	105.30	105.74	105.65	105.98	106.03	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1742	1.1719	1.1789	1.1737	1.1765	
	High	1.1745	1.1797	1.1807	1.1782	1.1782	
	Low	1.1696	1.1704	1.1732	1.1725	1.1733	
	NY 17:00	1.1717	1.1784	1.1734	1.1765	1.1761	
ユーロ/円	東京9:00	123.90	123.69	124.57	124.00	124.74	
	High	123.99	124.71	124.73	124.87	124.87	
	Low	123.02	123.51	123.90	123.88	124.38	
	NY 17:00	123.46	124.63	123.95	124.67	124.66	
日経平均株価		23,029.90	23,312.14	23,433.73	23,422.82	23,647.07	
TOPIX		1,609.22	1,637.25	1,645.75	1,646.47	1,655.47	
NYダウ工業株30種平均		27,682.81	28,148.64	27,772.76	28,303.46	28,425.51	
NASDAQ		11,075.02	11,332.49	11,154.60	11,364.60	11,420.98	
日本10年債		0.02%	0.02%	0.04%	0.03%	0.03%	
米国10年債		0.70%	0.78%	0.73%	0.79%	0.79%	
原油価格(WTI)		37.05	39.22	40.67	39.95	41.19	
金(NY)		1,907.60	1,920.10	1,908.80	1,890.80	1,895.10	

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、15日(木)に第2回大統領選討論会の開催を控える。先月29日に開催された初回の討論会ではトランプ米大統領とバイデン候補が新型コロナウイルス対策、経済再生や対中政策などを議論し、政策方針の違いから両者の主張は真っ向から対立した。やがて両者の対立は双方の非難へと発展し、途中トランプ大統領自身の脱税問題やバイデン候補の次男の不正疑惑に話題が移るなど政策外の口論が始まる一幕も見られた。初回討論会后、トランプ大統領が新型コロナウイルスに感染したという情報もあり、にわかにバイデン候補が有利との情勢となったことで為替相場をはじめ金融市場にも影響が生じた。その後もホワイトハウス内で多数の感染者が確認されたが、トランプ大統領は自身の回復ぶりをアピールし、第2回開催に向けた意欲を示した。開催の形式や延期の可能性など不透明な点も残っているが、現在劣勢とされるトランプ大統領がどういった巻き返しを見せるかが今回討論会の主な注目点となる。また、追加の新型コロナウイルス対策を巡る与野党協議も一進一退の展開となっている。トランプ大統領は今週6日、民主党側との主張の食い違いを理由に当面停止すると表明した。しかし、8日には議会の提示する包括案に歩み寄りを見せているとの報道があり、態度を翻した格好となっている。一連の動向は株式市場にも相応の影響を与え、市場参加者の関心の高いトピックであることが再度認識された。それゆえ、上述の討論会の結果とともに追加経済対策の協議の進展に関しても引き続き注目したい。
- 欧州では15(木)～16日(金)にEU首脳会議の開催を控える。初日の15日は、ジョンソン英首相がブレクジットに際してのEU側との交渉期限としていた日である。今週の段階でも交渉の進捗を伝える報道が行き交うも明確な合意への道筋は立っていない。国家から企業に向けた補助金に関する論点や、英海域での漁業権に関する主張の相違のほか、決して少なくない論点が残っている。報道によれば、EU側は期限の15日を前に譲歩案を出す意思はないとしており、重要な一線を超える妥協をするよりも、期限を延長して議論を継続する姿勢の様だ。一方で、ジョンソン首相は徐々に国民の不安感が高まっている中でも15日までに進展がない場合、合意は不可能だと国民に伝える意向が依然としてある様だ。しかし、新型コロナウイルスの影響で欧州経済が多分に減速している状況下、交渉が決裂して「合意なき離脱」に向かうことは双方にとって更なる打撃となる。すぐさまこの最悪のケース向かう可能性は考えづらいながらも、時限は間近に迫っており、EU首脳会議開催までの残り期間は正念場となる。

	本 邦	海 外
10月9日(金)	・8月家計支出	・米8月卸売売上高(確報) ・英8月GDP
12日(月)	・9月工作機械受注(速報)	—————
13日(火)	—————	・米9月CPI
14日(水)	・8月鉱工業生産(確報) ・8月設備稼働率	・ユーロ圏8月鉱工業生産 ・G20財務相・中央銀行総裁会合
15日(木)	・8月第3次産業活動指数	・米第2回大統領選討論会 ・米10月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・EU首脳会議(16日まで)
16日(金)	—————	・米9月鉱工業生産 ・米9月設備稼働率 ・ユーロ圏8月貿易収支 ・ユーロ圏9月CPI(確報)

【当面の主要行事日程(2020年10月～)】

日銀金融政策決定会合(10月28～29日、12月17～18日、1月20～21日)
 ECB政策理事会(10月29日、12月10日、1月21日)
 米FOMC(11月4～5日、12月15～16日、1月26～27日)

3. ECB 政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～

サービス業への懸念にやはり言及

昨日は ECB 政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)が公表されている。同会合は露骨なユーロ高けん制が話題となった会合であり、会合翌日の本欄でも詳しく取り扱った。また、昨日の本欄でも議論したが、現在のユーロ圏ではリーマンショック後にも見られなかったサービス物価の低迷が見られており、今後、労働市場が停滞する予兆として懸念されている。今回の議事要旨でもやはり言及が見られ、「最近では製造業に比べてサービス業の勢いが衰えており、これは8月調査(※恐らくサービス業 PMI などの調査)からも確認できる。GDP の需要項目をさらに詳しく見た場合、個人消費は4月から力強く持ち直しているが、完全回復には程遠い(far from complete)」と分析されている。こうしたサービス業の低迷は内需不調の結果と考えられるが、「需要の欠如は徐々に投資、とりわけ企業の設備投資の足枷になった」と指摘されており、今後発表される7～9月期 GDP にも反映されることが示唆された。

ECB スタッフ vs. 政策理事会メンバー

9月政策理事会ではスタッフ見通しの改訂が行われたが、これについて「9月スタッフ見通しにおける物価見通しは楽観的過ぎるとの議論が交わされた」との記述が興味深かった。ECB のスタッフ見通しは ECB スタッフの分析がチーフエコノミストである経済担当理事(現在はレーン理事)に回付され、同理事から政策理事会に提示されるというロジを踏む。すなわち、あくまで「エコノミストとしての分析」が提示され、政策理事会メンバーへの付度は入り込む隙は無い。結果として政策理事会メンバーからの異論はあり得ない話ではなく、これまでもそのようなことはあった。この点は FRB や日銀と違った特徴かもしれない。

具体的に政策理事会メンバーからは GDP ギャップや総労働時間を加味したフィリップス曲線を用いて推計すれば、スタッフ見通しよりも低いインフレ率が予想されとの声が出ている。右図はユーロ圏消費者物価指数と失業率から筆者が簡易的に作成したフィリップス曲線だが(よって議事要旨で引用されているモデルとは異なる)、やはり過去10

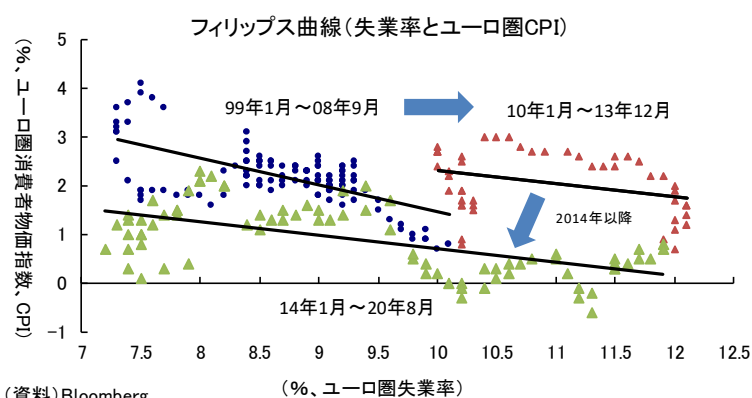
年でユーロ圏のフィリップス曲線は確実に下方シフトした上でフラット化が進んでおり、物価が上がりにくくなっているという事実は指摘できる。また、「いくつかのサービス業においてはインフレ圧力が非常に低く、とりわけ hospitality (宿泊業、運輸業、旅行業など) のような業種では予想以上に(インフレが)鈍い回復になる」と、ここでもサービス業への懸念に言及が見られている。今後、「サービス業およびサービス物価の停滞」はユーロ圏の実体経済を語る上では外せないテーマになってくるのだと思われ

ECBのスタッフ見通し(2020年9月)

(%)

	2020	2021	2022
消費者物価上昇率(HICP)	0.3	1.0	1.3
(前回:2020年6月)	0.3	0.8	1.3
実質GDP	-8.0	5.0	3.2
(前回:2020年6月)	-8.7	5.2	3.3

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2019～21年が1.14。



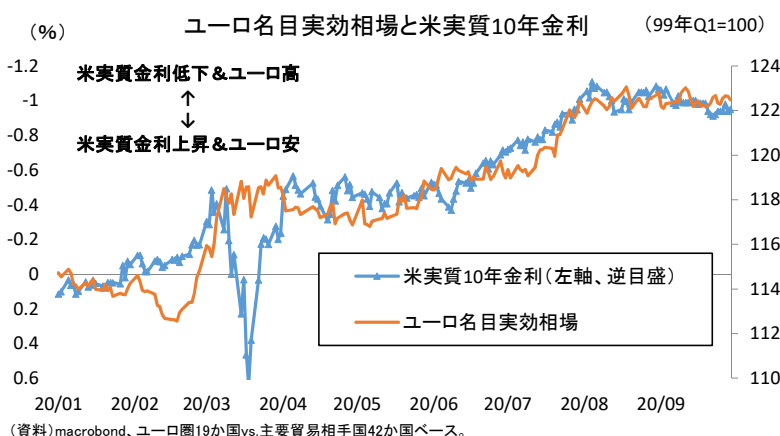
(資料)Bloomberg

る。また、これらの議論に続けて「2022年に+1.3%へ持ち上がってくるという（スタッフの）インフレ見通しは経済活動の大きな停滞や強い不透明感を踏まえれば、楽観的」と全否定に近い評価が下されていることも目についた。

ECBのユーロ高分析：米実質金利低下の裏返ししか？

注目されたユーロ高に関する議論も

非常に興味深いものだった。この点に関しては、シュナーベル理事が経済・金融動向を総括する立場から「ドル安の裏返しとしてのユーロ高」を解説している。必然的にここではドル安の原因が解説されているが、「実質金利の低下、とりわけそれがマイナス圏に入ったことでドル建て債券の持ち高を削る動きが進んだ」と指摘されている。要するに、米実質金利のマイナス化がユーロ



ロ高の遠因との分析であり、これは図表にするとかなり説得力がある（図）。3月まではドルが安全資産として選好されてきたこともあり、その反動が4月以降で出ているという解説が適切だろう。図示されるように、米実質10年金利（名目金利－BEI10年）のマイナス化に伴ってユーロの名目実効相場が騰勢を強めてきたのは事実だ。この解釈が正しければ、ユーロの高止まりは当面続くという話になるだろう。

ちなみに、シュナーベル理事はユーロ高の要因として2つ挙げている。1つはこうした米実質金利のマイナス化に伴う「安全資産としてのドル買い」の巻き戻しだが、もう1つはコロナ以前の政策余地を見た場合、FRBの方がECBよりも、利下げのような伝統的政策の余地（conventional policy space）が大きかったという事実もドル売りを促す一因になったと述べている。これも一理ある解釈である。今回のショックに際してはFRBが複数回の利下げをする一方、ECBは1度も政策金利を触っていない。結果としてドル売り・ユーロ買いの投機ポジションが蓄積しやすかったとの主張も納得感があるものだろう。

ユーロ高、「水準よりもペースが問題」との議論も

以上はシュナーベル理事の見解として示されたものだが、ほかの政策理事会メンバーの間でも当然、ユーロ高関連の議論はあった。もっとも、主にリスクセンチメント改善に伴う「逃避需要 (flight-to-quality)」を受けたドル買いの巻き戻しや利下げ余地の比較（ECBの方がFRBよりも緩和出尽くし感があったこと）に言及があり、シュナーベル理事の見解と概ね同じである。だが、「問題なのはユーロ高のペースであって、水準ではない（it was suggested that it was the pace of the euro's appreciation, rather than the level of the exchange rate, that could become a concern）」と指摘されていることは留意しておく必要がある。巷では対ドルでの「1.20」や名目実効相場の「120台」が話題に上がりやすいが、それ自体は問題ではないということだろう。もちろん、実際には水準も相応に気にしていると察するが、3月以降に見られたユーロ/ドル相場の上昇幅は+12%以上に達しており、主要通貨ペアとしては特異な動きに至っていたのは間違いない。

ちなみにユーロ高が持つ実体経済への影響としては域内経済の対外開放度 (openness) を踏まえれば、成長率ならびにインフレ率にとって、やはり下方リスクとの認識が示されている。片や、ユーロ高それ自体は 9 月スタッフ見通しでは考慮されている論点であるため、もはや追加的なリスクではないという指摘もあった。これは今後の追加緩和の可能性を検討する上で、現状程度のユーロ高であれば影響しないということも意味しているとも読める。また、ユーロ高の「根底にある原因 (the underlying causes)」こそが重要であって、それ次第で実体経済への影響も異なるとの指摘も見られた。今回のユーロ高はある程度、「ユーロ圏経済の方が米国経済よりもましな成長が見込めそう」という期待も含んでいるため、ユーロ高全てが「悪」という整理にはならないのかもしれないが、今回の議事要旨からは総じて「FRB が利下げしたから、米国の経済が悪過ぎるから」を理由にユーロ高が起きているとの認識が随所に垣間見えた。あくまでユーロ高は米国要因に起因するものという認識が政策理事会に通底するものだとするれば、サービス物価を筆頭に域内の一般物価が危機的状況に陥っている以上、当面はユーロ高を警戒するような情報発信が ECB から断続的に見られるはずと予想したい。

市場営業部・金融市場部
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
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～