

みずほマーケット・トピック(2020 年 11 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:緩和の「収穫逡減」に触れた ECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～

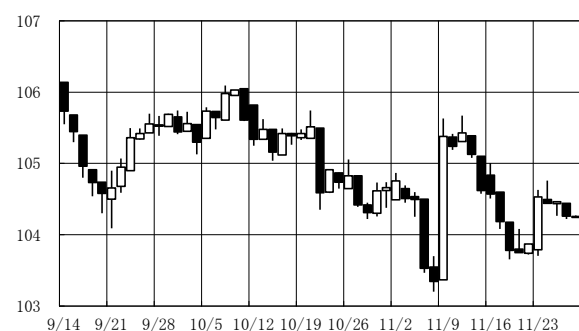
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週前半上昇するも上値重い展開。週初 23 日、103 円台後半でオープンしたドル/円は、東京市場休場の中、一時週安値となる 103.69 円をつけるも、米 11 月マークイット製造業、サービス業 PMI の良好な結果を好感すると、104 円台後半に急伸。しかし、バイデン氏の閣僚人事が明らかになる中、ドル買いも続かず、ドル/円は、104 円台半ばまで弱含んだ。24 日は、米 9 月ケースシラー住宅価格指数の市場予想を大幅に上回る結果を受けて、ドル/円は、一時週高値となる 104.76 円まで上昇した。その後は、株高を背景にドル売りが強まると、ドル/円は、104 円台前半まで下落。25 日は、明日に感謝祭を控え、終始動意に欠ける展開に。米経済指標の強弱入り混じる結果に、ドル/円は 104 円台半ば近辺でのレンジ推移となった。26 日は、米国が感謝祭で休場のためドル/円は 104 円台前半で軟調推移となった。本日も、ドル/円は 104 円台前半での上値の重い値動きとなっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上昇する展開。週初 23 日、1.18 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、ドル売り優勢地合いに、1.19 台に乗せるも、米 11 月マークイット製造業、サービス業 PMI の良好な結果を好感したドル買いや短期的なストップを巻き込み一時週安値となる 1.1800 まで反落。24 日は、独 10～12 月期 GDP(確報値)や独 11 月 Ifo の期待指数が予想を上回ったことを好感すると、ユーロ/ドルは、1.18 台後半まで上伸したが、米住宅関連の指標の結果を受けてドル買いが強まると、1.18 台前半まで反落。しかしその後は、リスク志向のドル売りが優勢になると、ユーロ/ドルは、1.18 台後半まで回復した。25 日には、ユーロ/ドルは 1.19 台前半まで上昇するも、明日に感謝祭を控え 1.19 台前半で小動きとなった。26 日は、FOMC 議事要旨を受けて FRB の量的緩和強化への期待が高まりドル売りが強まると、ユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1941 まで買い進められた。本日にかけても、ユーロ/ドルは 1.19 台前半での取引となっている。

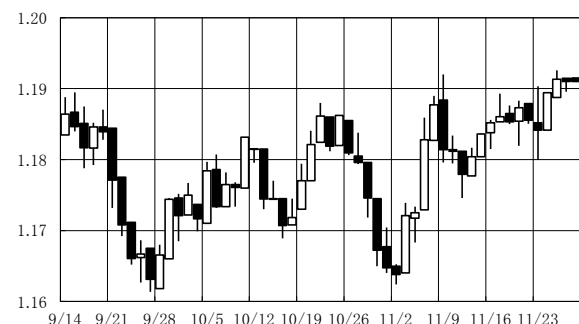
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週			
		11/20(Fri)	11/23(Mon)	11/24(Tue)	11/25(Wed)	11/26(Thu)
ドル/円	東京9:00	103.82	103.83	104.53	104.51	104.40
	High	103.91	104.63	104.76	104.60	104.44
	Low	103.71	103.69	104.15	104.26	104.22
	NY 17:00	103.87	104.53	104.44	104.46	104.26
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1867	1.1864	1.1843	1.1898	1.1919
	High	1.1891	1.1906	1.1896	1.1930	1.1941
	Low	1.1850	1.1800	1.1838	1.1882	1.1885
	NY 17:00	1.1856	1.1842	1.1892	1.1914	1.1910
ユーロ/円	東京9:00	123.20	123.20	123.82	124.31	124.42
	High	123.46	123.82	124.33	124.51	124.55
	Low	123.02	123.15	123.71	124.16	123.95
	NY 17:00	123.17	123.79	124.20	124.46	124.23
日経平均株価		25,527.37	-	26,165.59	26,296.86	26,537.31
TOPIX		1,727.39	-	1,762.40	1,767.67	1,778.25
NYダウ工業株30種平均		29,263.48	29,591.27	30,046.24	29,872.47	-
NASDAQ		11,854.97	11,880.63	12,036.79	12,094.40	-
日本10年債		0.01%	-	0.02%	0.02%	0.02%
米国10年債		0.82%	0.86%	0.88%	0.88%	-
原油価格(WTI)		42.42	43.06	44.91	45.71	-
金(NY)		1,872.40	1,837.80	1,804.60	1,805.50	-



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、1日(火)に11月ISM製造業景気指数、3日(木)に11月ISM非製造業景気指数の発表を控える。前回10月の結果はそれぞれ59.3、56.6となり、9月と比較して製造業は3.9ポイントの改善、非製造業は▲1.2ポイントの悪化となった。製造業は18年9月以来の水準まで上昇した。構成項目の内訳を見ると、生産指数と新規受注指数の伸びが目立ち、特に新規受注指数は前月比7.7ポイント上昇した。業種別では18業種のうち15業種で改善が見られた。受注環境が良好である一方で、入荷遅延指数も上昇しており、物流の遅延やサプライヤーの人手不足が指摘された。ただし、雇用回復状況は緩やかなペースである点は変わらず、コロナ禍においても製造業の回復余地は残すが、人員整備に課題を残す状況となっている。また、非製造業については、製造業ほどではないものの、主に事業活動指数、新規受注指数(各61.2、58.8)が堅調に推移している。片や、業種間での業況及び雇用情勢にやや差が出つつあり、この点が非製造業全体の結果を悪化させたとの指摘もある。特に回復が弱い業種に関しては、新型コロナウイルス感染再拡大の影響も強いと想定されることから一層の注意が必要となる。なお、ブルームバーグの予想では、11月の結果をそれぞれ57.6、56.0としている。そのほかの主要イベントとして、2日(水)にはベージュブックの公表、4日(金)には11月雇用統計の発表を控えている。政治関連では、バイデン次期大統領が政権移行業務を開始しており、新政権下の閣僚人事に関しても注目が集まる。
- 本邦では1日(火)に10月失業率、有効求人倍率が公表される。失業率について、前回9月の結果は3.0%と8月から横ばいの推移となった。業種別に見ると、飲食・サービス業の就業者が前年比▲48万人と、8月の同▲28万人から減少が加速したのに対して、製造業は生産活動の回復を受けて同▲39万人と8月の同▲52万人から改善した。雇用者数は同▲75万人の減少となり、正規雇用者数が同48万人増加した一方、非正規雇用者は同▲123万人となって、労働市場において非正規雇用者の調整が本格化していることを示唆する内容となった。有効求人倍率に関しては、1.03倍と19年1月をピークに6年9か月ぶりの水準にまで下落した。有効求人倍率の先行指標である9月新規求人倍率は2.02倍と6か月ぶりに2倍を上回る水準となったが、新型コロナウイルスの感染再拡大の影響で企業の採用意欲は引き続き軟調に推移することが考えられる。なお、10月の結果に関してブルームバーグの予想では、完全失業率を3.1%、有効求人倍率を1.03倍としている。

	本 邦	海 外
11月27日(金)	・2年物国債入札	・米休場 ・ユーロ圏11月消費者信頼感指数(確報)
30日(月)	・10月鉱工業生産(速報)	・米11月ダラス連銀製造業活動指数 ・ユーロ圏財務相会合
12月1日(火)	・10月失業率/有効求人倍率 ・11月製造業PMI(確報)	・米11月ISM製造業景気指数 ・11月ユーロ圏CPI(速報)
2日(水)	・11月消費者態度指数	・米ベージュブック公表 ・米11月ADP雇用統計 ・ユーロ圏11月失業率
3日(木)	・11月サービス業PMI(確報)	・米11月ISM非製造業景気指数 ・ユーロ圏10月小売売上高
4日(金)	—————	・米11月雇用統計

【当面の主要行事日程(2020年12月～)】

ECB政策理事会(12月10日、1月21日、3月11日)

米FOMC(12月15～16日、1月26～27日、3月16～17日)

日銀金融政策決定会合(12月17～18日、1月20～21日、3月18～19日)

3. 緩和の「収穫逕減」に触れた ECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～

追加緩和前からドル安に押し込まれている ECB

昨日の為替市場でも緩やかにドル安が進んだ。昨日は ECB から政策理事会の議事要旨（10 月 30 日開催分）が公表されており、12 月会合での緩和を約束する内容だったが、相場の反応は極めて限定的だった。既に 10 月会合で緩和予告している上、年次総会でラガルド ECB 総裁が、その後はメディアインタビューでチーフエコノミストであるレーン ECB 理事がダメ押しするようにパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）やターゲット型長期流動性供給（TLTRO3）の強化を示唆しているため、大本営である ECB からの公式文書に新鮮味がないのは当然かもしれない。その証拠に昨日のユーロ/ドル相場は一時 1.1940 付近と約 3 か月ぶりの高値をつけている。これは一昨日に公表された FOMC 議事要旨で緩和長期化が示されたためとの解説が多いが、緩和前からドル安に押し込まれていると言わざるを得ない。

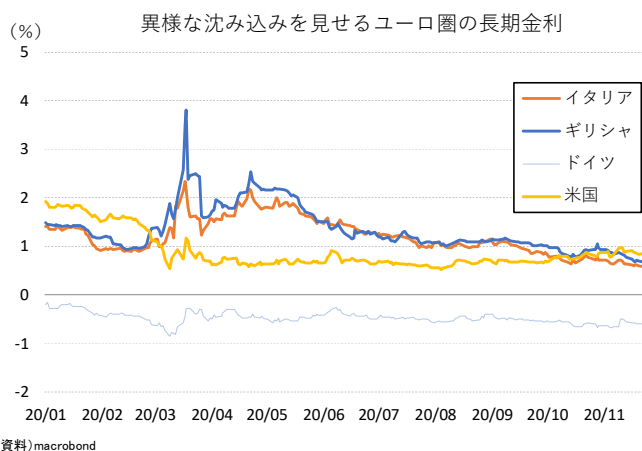
本欄では繰り返し論じているが、基軸通貨ドルが相場の潮流を明確に作る状況で ECB（や日銀）がいくら緩和しても自国通貨高に対して「焼け石に水」となりやすい。まして 6 週間前から緩和予告をしている以上、市場はこれを十分織り込んでいると考えられる。12 月 10 日の ECB 政策理事会はかなりはっきりと市場期待を超えてこない限り、逆にユーロ買いを招きかねないという懸念はある。

非線形性と収穫逕減という懸念

メディアや市場はどうしても追加緩和というポジティブな部分に目が向かいがちだが、今回の議事要旨からは「それをやったとしても不安はある」というネガティブな部分も目についた。議事要旨では感染第 2 波に直面しても金融市場が落ち着いていることを捉えて「緩和効果の証左（evidence of the effectiveness of the ECB's monetary policy measures）」と誇っているが、英国の合意なき EU 離脱やパンデミックの悪化、復興基金拠出問題の遅延などのリスクに鑑みれば、金融市場は依然脆弱と評価している。この上で、政策理事会のメンバーからは潜在的な非線形性（non-linearities）、副作用（side effects）、収穫逕減（diminishing returns）を念頭に、追加的な資産購入を行っても金融市場や実体経済に対して同じ影響を持つとは限らないという懸念が示されている。非線形性とは例えば合意なき離脱や厳格なロックダウン再導入を受けた急激な資産価格の調整や実体経済の断絶を懸念するものである。今春の経験を通じて、そのようなことが起こり得ることを市場参加者は重々承知しているだろう。

何より収穫逕減というフレーズが出てきたことは興味深い。これは間接的に「もうこれまでのやり方では効果は薄い」という懸念を端的に示すものであろう。というのも、2～6 月は金利の意図しない上昇や株価の急落など、ある意味で金融緩和が影響力を行使すべき対象がはっきりしていた。だが、現状では重債務国の筆頭であるイタリアやギリシャの 10 年金利が断続的に史上最低を更新している。ドイツのそれに至っては▲0.60%だ。ギリシャの 10 年金利が米国のそれよりも低い

状況からさらに緩和を強化して何の意味があるのかという疑問は出てきて当然だろう。いわゆる「流動



性の罫」に嵌まった状態であり、日本からすると見慣れた光景だが、ユーロ圏もいよいよ公式にその難しさを認識する局面に入ったのであれば隔世の感を覚える。

冒頭のユーロ高に話を戻せば、「ここまでやった上で発生しているユーロ高」という認識が重要である。日銀の経験を教訓とするならば、通貨高を抑制するために無為にカードを切ってもそれは徒労に終わってしまう可能性が高い。極力は「時間稼ぎ」に類したコストのかからない政策（例えばフォワードガイダンスの強化など）が撤収も容易で、対費用効果が大きいのではないかと思われる。

「財政政策と手を取り合って（hand in hand）」

もちろん、ユーロ圏の状況を踏まえれば、懸念されているのは通貨高だけではなく、実体経済を直接的に押し上げるマクロ経済政策全般が求められる状況だろう。しかし、「流動性の罫」に嵌まった中銀ができることは、現状の金利環境を維持することくらいである。議事要旨では「財政政策と手を取り合って（hand in hand）」、政策を運営することの重要性が強調されていたが、これは間接的に「低金利は維持するので財政政策で支えて欲しい」という意思表示である。一昔前であればかなりタブーに触れる表現に思われるが、非常事態ゆえに違和感なく受け止められるものと考えられているのだろう。

もちろん、このような中央銀行の姿勢が政府にとって好ましくない「誘惑（temptation）」をもたらす可能性にも言及はあるため、ECB としても「不味いことをしている」との自覚はあるようだが、背に腹は代えられないのが実情だろう。ECB に限らず、世界はしばらく中央銀行と政府の政策領域が限りなく接近する局面を余儀なくされると考えられる。それが一時的なものとはならず、なし崩し的に財政従属の状況が定着してしまうのかどうかは今後 1 年程度で見極めるテーマになりそうである。

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11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
2020年11月17日	日米欧三種の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートラブに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(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～)
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「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～