

みずほマーケット・トピック(2021年1月15日)

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. ECB 政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～	

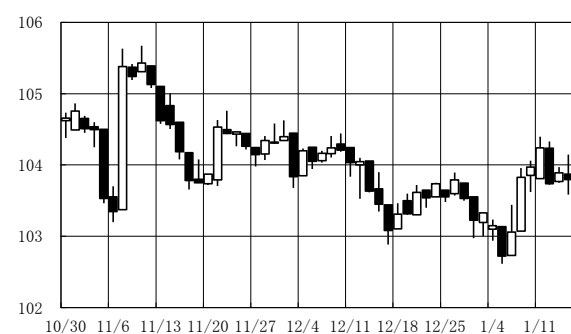
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は揉み合う展開。週初 11 日、104 円台前半でオープンしたドル/円は、バイデン次期政権下が早い段階で米追加経済対策を成立させるという期待感の高まりを背景に米金利が上昇すると、一時週高値となる 104.40 円まで上昇した。12 日も、米金利の上昇が継続する中、104 円台前半で底堅く推移するも、米 10 年債入札を絡んだ米金利低下を受けて上昇は一服し、103 円台後半まで下落した。13 日にかけても、前日の流れを受けて、ドル/円は一時週安値となる 103.53 円まで下落したが、米金利低下が一巡すると 103 円台後半まで値を戻した。その後は材料に乏しく小動きとなった。14 日は、バイデン次期大統領の経済政策が 2 兆ドルになる見通しとの報道が好感されて、ドル/円は 104 円台前半まで急伸した。しかしその後は米金利が再度低下したことや、パウエル FRB 議長が金融緩和の出口議論につき慎重な発言をしたことで、じりじりと値を下げる展開となった。本日のドル/円は、103 円後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上値重い展開。週初 11 日、1.21 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、米金利上昇に伴うドル買いに 1.21 台前半まで下落したが、その後も大きな材料はなく上値が重い値動きとなった。12 日にかけても米金利の上昇が続いて、ユーロ/ドルは 1.21 台前半を推移したが、米 10 年債入札を絡んだ米金利低下を受けて、1.22 台前半まで値を戻した。13 日には、ユーロ/ドルは、前日の流れを受けて一時週高値となる 1.2223 をつけた。しかし、イタリアの連立政権で少数政党のレンツィ元首相が連立政権からの離脱を表明し、複数の官僚も続いて政権を離脱したとの報道が嫌気されると、ユーロ売り・ドル買いの動きが強まって、1.21 台後半まで下落した。14 日は、米景気対策への期待からドル買いが強まったほか、イタリア解散総選挙に対する懸念も燃えて、ユーロ/ドルは一時週安値となる 1.2111 をつけた。その後は米金利低下を受けたドル売りに、ユーロ/ドルは 1.21 台後半まで上昇した。本日にかけても、ユーロ/ドルは 1.21 台前半で上値重く推移している。

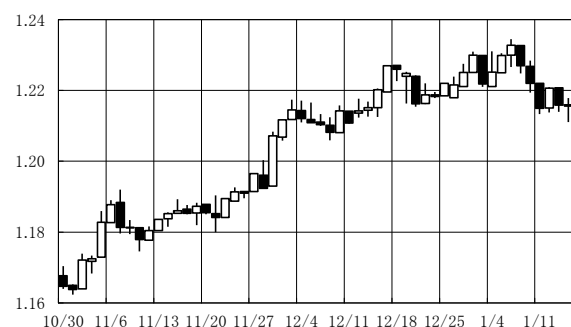
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		1/8(Fri)	1/11(Mon)	1/12(Tue)	1/13(Wed)	1/14(Thu)	
ドル/円	東京9:00	103.81	104.08	104.14	103.74	103.83	
	High	104.09	104.40	104.33	103.99	104.20	
	Low	103.61	103.81	103.72	103.53	103.57	
	NY 17:00	103.97	104.24	103.74	103.89	103.80	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.2268	1.2187	1.2161	1.2210	1.2161	
	High	1.2285	1.2222	1.2210	1.2223	1.2179	
	Low	1.2193	1.2132	1.2137	1.2140	1.2111	
	NY 17:00	1.2220	1.2150	1.2207	1.2159	1.2156	
ユーロ/円	東京9:00	127.36	126.84	126.62	126.65	126.24	
	High	127.46	126.99	126.85	126.68	126.51	
	Low	126.83	126.57	126.59	126.22	125.93	
	NY 17:00	127.09	126.64	126.63	126.29	126.16	
日経平均株価		28,139.03	-	28,164.34	28,456.59	28,698.26	
TOPIX		1,854.94	-	1,857.94	1,864.40	1,873.28	
NYダウ工業株30種平均		31,097.97	31,008.69	31,068.69	31,060.47	30,991.52	
NASDAQ		13,201.98	13,036.43	13,072.43	13,128.95	13,112.64	
日本10年債		0.03%	-	0.03%	0.03%	0.03%	
米国10年債		1.12%	1.14%	1.13%	1.09%	1.13%	
原油価格(WTI)		52.24	52.25	53.21	52.91	53.57	
金(NY)		1,835.40	1,850.80	1,844.20	1,854.90	1,851.40	

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、20日(水)にバイデン新大統領の就任式を予定している。先週6日にトランプ大統領の支持者が連邦議会議事堂の占拠事件を引き起こしたことにより、式典は厳戒態勢での実施となる。就任演説の内容に注目が集まる一方で、トランプ大統領が支持者の議会乱入を扇動したとして下院は今週13日、弾劾訴追決議案を可決した。今後は上院での裁判が予定されているが、政権交代する20日までは開催が見送られる見込みとなっている。なお、トランプ大統領は任期終了後であっても有罪判決された場合には、上院は引き続き公職資格を剥奪の可否を採決できることとなっており、そこで過半数が賛成すれば24年の大統領選に再出馬は不可能となる。
- 欧州では21日(木)にECB政策理事会の開催を控える。前回12月会合ではECB政策理事会はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の拡大・延長(22年3月末まで)ならびにターゲット型長期流動性供給(TLTRO3)の延長を決定した。ラガルド総裁は記者会見で追加緩和の背景として新型コロナウイルスの再流行とその抑制策がユーロ圏の経済活動を著しく制限している点を指摘した。また、追加緩和の内容に関し理事会メンバー内で意見が割れたが、目玉のPEPPについては1.85兆ユーロへの5000億ユーロの規模拡大と市場予想の範囲内に留まった。ECBは中期的なインフレ見通しに影響を与える可能性から為替レートの動向も引き続き注視していくとしたものの、追加緩和の実施後もユーロは底堅さを保った。今回会合に関し、政策理事会メンバーからは、必要な限り緩和的な金融姿勢を継続するとの発言もあるが、足許のユーロの水準とコロナ禍での需要減速もあいまって、物価水準の回復への道のりは依然時間を要する様相を呈している。
- 本邦では、21日(木)に、日銀金融政策決定会合が開催される。昨年12月会合では金融緩和を継続することが決定し、企業の資金繰り支援策を今年の9月末までの再延長することを決定した。加えて、中長期的な2%物価上昇目標の達成を見据え、より効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検を実施する方針を示した。その後公表された「主な意見」では、金融政策の点検の骨組みとして、短期金利をマイナス0.1%、長期金利を0%程度に誘導する長短金利操作の実施のほか、日銀のETFの購入に関して日銀の財務基盤の安定性に鑑みつつ市場の状況に応じて柔軟な調整を施すべきとの声も上がった。前回会合以降、新型コロナウイルスの新規感染者数は増加傾向にある。首都圏をはじめ緊急事態宣言が再度発令されている状況下、金融緩和の出口戦略は未だ明確化していない。今回会合では経済・物価情勢の展望(展望レポート)が更新されるが、日銀は既に20年度の実質成長率は昨年10月時点の見込みである前年比▲5.5%から更に下回る見解を示している。

	本 邦	海 外
1月15日(金)	・11月第3次産業活動指数	・米1月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・ユーロ圏11月貿易収支
18日(月)	・11月鉱工業生産(確報) ・11月設備稼働率	・米休場 ・ユーロ圏EU財務相会合
19日(火)	・20年物国債入札	・ユーロ圏11月経常収支
20日(水)	_____	・米バイデン新大統領の就任式 ・ユーロ圏12月CPI(確報)
21日(木)	・日銀金融政策決定会合 ・12月貿易収支	・ECB政策理事会
22日(金)	・12月全国CPI ・1月製造業/サービス業PMI(速報)	・米1月製造業/サービス業PMI(速報) ・ユーロ圏1月製造業/サービス業PMI(速報)

【当面の主要行事日程(2021年1月～)】

日銀金融政策決定会合(1月20～21日、3月18～19日、4月26～27日)
 ECB政策理事会(1月21日、3月11日、4月22日)
 FOMC(1月26～27日、3月16～17日、4月27～28日)

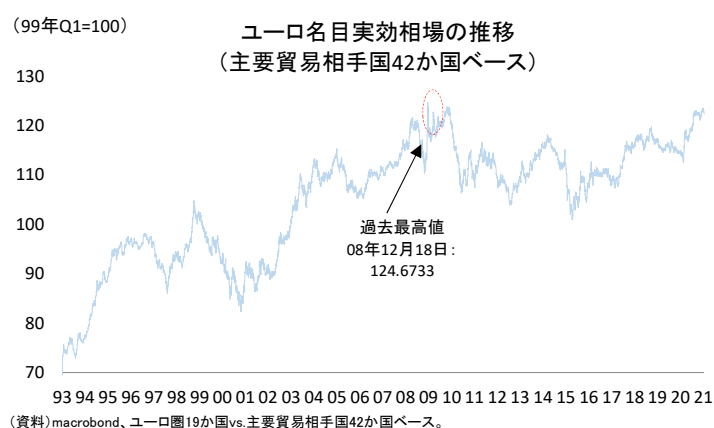
3. ECB 政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～

『万が一に備える (keeping some powder dry)』が主張された 12 月 ECB 政策理事会

金融市場の視線はバイデン次期政権の財政出動規模に注がれている。この点は 2020 年のドル安を駆動した「ドルの過剰感」の先行きを占うものでもあるため、最終的な政策の規模や執行時期などを踏まえた上で別途議論したいと思う。

一方、欧州では追加緩和を決定した昨年 12 月 10 日の ECB 政策理事会の議事要旨が公表されている。1 月会合を前に現時点のアップデートとしてこれを整理しておきたい。同会合で ECB はパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の拡大・延長ならびにターゲット型長期流動性供給 (TLTRO3) の延長を決定している。目玉とされた PEPP の規模は 1.35 兆ユーロから 5000 億ユーロ拡大した 1.85 兆ユーロへ、期間は 2021 年 6 月末から 9 か月間延長の 2022 年 3 月末とされた。期間の延長幅が若干長かったものの、金額は市場予想通りであった。しかし、緩和予告を 6 週間前から引きずっていたこともあって、高止まりするユーロ相場への押し下げは叶わなかった。

議事要旨では、PEPP の拡大について意見が割れていた様子が窺える。決定直後から「全額使うことはない」と付記することでなんとか合意できた」と言われてきたが、議事要旨を読む限り、それは事実だったようだ。議事要旨では多数のメンバー (a number of members) が「不透明感の大きい環境を踏まえれば、現状のままでも購入枠に余裕があるため、より穏当な拡大にすることで政策を温存し、『万が一に備える



(keeping some powder dry)』価値がある」と主張したことが記述されている。この点は筆者も同感であった。期間が 6 か月間残されていた会合時点で総枠 1.35 兆ユーロの半分弱の枠が残されていたのだから、むしろプログラムの運営は予定通りだったと言える。過去の本欄でも議論したように、やはりユーロ高の継続が誤算だったのだろう。現時点でもユーロの名目実効為替相場 (NEER) は史上最高値圏で推移しており、外需依存構造のユーロ圏経済にとっては痛手と見受けられる。実際、議事要旨中でも「NEER は過去最高水準にあり、インフレ見通しの停滞に著しく寄与している」と強めの指摘がなされている。

片や、メンバーの中には 5000 億ユーロ以上の拡大を求める向きもあったという。「現状の金融環境が緩和的であることは認めつつも、拡大資産購入プログラム (APP) の臨時増枠分である 1200 億ユーロが 2020 年末で切れることを踏まえれば、十分とは言えない」といった趣旨の見方が紹介されている。この点、会合翌日の本欄でも「2020 年に与えられた増枠分 1200 億ユーロは使い切りの上、密かに終了することが決まっている。数ある緩和策の一部を撤収することに成功したという点は見逃せない」と述べた。「全額使い切る必要のない PEPP の拡大」と「APP 臨時増枠分の打ち切り」をセットで評価すると 12 月の追加緩和はさほどハト派色が強いものだったとは言えないというのが筆者の基本認識である。

PEPP の「柔軟性」と「使い切り」の関係性

また、PEPP の柔軟性に関する議論も多く交わされた模様である。決まったペースで毎月購入を進める

のではなく、力強い情報発信（forceful communication）も組み合わせることで、緩和環境を維持したまま購入金額を抑えることも可能になるといった旨の記述は目を引いた。こうした思想が「緩和的な金融環境が維持されていれば、総枠は必ずしも使い果たす必要はない（the envelope would not need to be used in full）」という結論に繋がっていると見受けられる。また、PEPP を拡大・継続するにあたっての副作用にも言及があり、とりわけ財政ファイナンスや市場機能不全への懸念が示されている。特に話題になりやすい前者に関しては出資金比率（capital key）に応じた購入がセーフガードになっていると主張されているが、出資金比率に応じた購入を必ずしも守らなくても良いという柔軟性が PEPP の強みとして喧伝されている以上（総裁会見でもその種の発言は見られている）、危ない橋を渡っているとの印象は残る。

「流動性（liquidity）」vs.「返済可能性（solvency）」

また、今回はチーフエコノミストであるレーン ECB 理事の提案が反対され、修正に至っているという珍しい展開があったようだ。こうしたことはかなり稀だ。既報の通り、今回の会合では期間延長を含めターゲット型長期流動性プログラム第 3 弾（TLTRO3）の各種仕様が緩和されているが、その利用枠に関し「適格融資残高（※）の 50%」が「適格融資残高の 55%」に引き上げられるという決定があった（※住宅ローンを除く実体経済に対する融資残高）。しかし、レーン理事が示した提案は 60%だったことが議事要旨では明らかになっている。しかし、この 60%提案について「多くの留保（A number of reservations）」が示されたという。理由としては、当該決定により域内銀行部門のユーロシステムに対する資金調達依存度が高まり、国債投資を誘発しかねないという懸念が示されており、最終的に 55%で合意に至ったとある。こうしたやりとりが市場の取引材料になることはないが、域内経済の停滞が長引く中で銀行部門の抱える問題が危機当初の「流動性（liquidity）」から「返済可能性（solvency）」に移行している以上、中央銀行として貸出を助長する政策をどこまで容認すべきかは今後争点となってくるはずだ。現状で流動性供給策を継続・強化しても域内に不良債権の山を築くだけという恐れは確かにある。

2021 年こそ試されるラガルド流の調整能力

議事要旨を見る限り、PEPP にしても、TLTRO3 にしても、追加緩和を決断するにあたっては政策理事会内部で相応の亀裂があったことが窺える。依然として新型コロナウイルスの感染拡大状況は悲惨なものだが、財政・金融政策の対応が出揃い、ワクチンの開発・接種も順次始まっている以上、2020 年の上半期のような「形振り構わず危機を鎮圧すれば良い」というコンセンサスはもう存在せず、意見集約は今後一段と難しくなってくると考えられる。一連の危機対応を経て、ラガルド ECB 総裁は評価を上げたように思うが、定評のある調整能力を発揮できるかどうかはむしろ今年試されるものだろう。

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
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつもの通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収獲通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～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があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプ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感度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～PSP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～