

みずほマーケット・トピック(2021年1月29日)

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. マイナス金利深掘りを示唆し始めた ECB～その理由はどこに？～	

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25日、103円台後半でオープンしたドル/円は、米株式市場の軟調推移を背景にドル買いが進むと一時104円近くまで上昇したが、その後は株が下げ渋る展開となり、米金利も徐々に低下したことから103円台後半まで反落した。26日は、国内株式市場の軟調な動きを受けて、ドル/円は一時週安値となる103.56円まで下落した。その後はユーロに対してドルが買われる展開となって、小幅に値を戻し、翌日に控えるFOMCが意識されて動意に乏しい値動きとなった。27日は、クノットオランダ中銀総裁のユーロ高けん制発言の報道にユーロ売りドル買いが強まると、ドル/円は、104円台に乗せた。その後、注目されたFOMCでは、予想通り政策金利は据え置きとなった。パウエルFRB議長のハト派な発言があったものの、ドル/円の動きは限定的となった。しかし、後半にかけて株式市場が大幅に下落する動きにドル買いが強まると、ドル/円は、104円台前半まで上昇した。28日は、リスクオフのドル買い地合いが続いた。米10～12月期GDPやコアPCEの結果は強弱まちまちであったが、ドル/円は、一時週高値となる104.46円まで上昇した。本日のドル/円は、104円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上値の重い展開。週初25日、1.21台後半でオープンしたユーロ/ドルは、一時週高値となる1.2183をつけるも、その後はドル買いの動きが強まって1.21台前半まで反落した。26日には、ユーロ/ドルは一時週安値となる1.2108まで値を下げたが、その後はドル買いが一巡して1.21台後半まで上昇した。27日は、クノットオランダ中銀総裁がユーロ上昇を防ぐために必要ならば、中銀預金金利をさらに引き下げる余地もあるといったユーロ高けん制の発言をしたとの報道にユーロ売りが強まった。加えて独政府が今年のGDP予想を下方修正したこともあいまって、一時週安値となる1.2058まで下落した。28日は、ドル買い地合いに上値重く、ユーロ/ドルは、1.20台後半まで下落した。その後は株式市場が上昇すると、ユーロ/ドルは値を戻したが、その後は小幅な値動きとなった。本日のユーロ/ドルは、1.21付近で推移している。

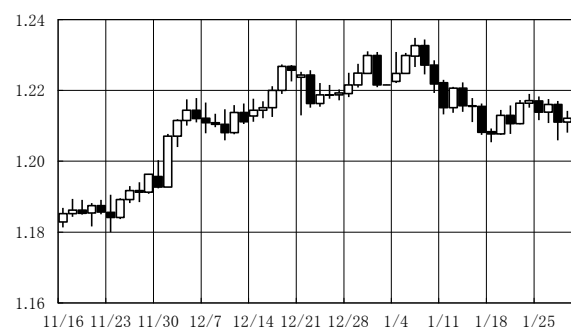
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		1/22(Fri)	1/25(Mon)	1/26(Tue)	1/27(Wed)	1/28(Thu)
ドル/円	東京9:00	103.51	103.79	103.76	103.60	104.14
	High	103.88	103.93	103.83	104.20	104.46
	Low	103.49	103.68	103.56	103.59	104.07
	NY 17:00	103.76	103.77	103.62	104.10	104.26
ユーロ/ドル	東京9:00	1.2166	1.2172	1.2143	1.2163	1.2105
	High	1.2190	1.2183	1.2176	1.2170	1.2142
	Low	1.2152	1.2116	1.2108	1.2058	1.2081
	NY 17:00	1.2172	1.2143	1.2160	1.2114	1.2121
ユーロ/円	東京9:00	125.92	126.31	125.93	126.01	126.06
	High	126.40	126.37	126.15	126.19	126.66
	Low	125.92	125.82	125.72	125.61	126.01
	NY 17:00	126.34	125.96	126.03	126.08	126.38
日経平均株価		28,631.45	28,822.29	28,546.18	28,635.21	28,197.42
TOPIX		1,856.64	1,862.00	1,848.00	1,860.07	1,838.85
NYダウ工業株30種平均		30,996.98	30,960.00	30,937.04	30,303.17	30,603.36
NASDAQ		13,543.06	13,635.99	13,626.06	13,270.60	13,337.16
日本10年債		0.05%	0.05%	0.04%	0.05%	0.04%
米国10年債		1.09%	1.03%	1.03%	1.02%	1.04%
原油価格(WTI)		52.27	52.77	52.61	52.85	52.34
金(NY)		1,855.61	1,855.93	1,850.92	1,843.98	1,843.17

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、1日(月)に1月ISM製造業景気指数、2日(火)に1月ISM非製造業景気指数の発表を控える。前回12月の結果はそれぞれ60.5、57.7となった。事前予想では新型コロナウイルスの感染再拡大の影響で悪化が見込まれていたものの、11月と比較して製造業は2.8ポイント、非製造業は0.9ポイント改善した。製造業は生産指数と新規受注指数が堅調に推移しており、特に新規受注指数は2004年以来の水準にまで上昇した。業種別では18業種のうち16業種で改善が見られた。受注環境が良好である一方で、入荷遅延指数と仕入価格指数の上昇が見られたほか、雇用指数に関しても50を上回った。昨年春のロックダウン時と比較して、製造業の制限措置が厳格でなかったこともあり幅広く業況改善が見られたが、人手不足や仕入価格の上昇懸念といった問題も浮上した。また、非製造業については、事業活動指数、新規受注指数が昨年夏以降、緩やかな低下傾向にある。さらに雇用指数は4か月ぶりに50を割り込む結果となった。一方、業種別では18業種のうち14業種で改善が見られたことから、飲食・レジャーといった特定の部門での業況と雇用の悪化が顕著であるものとみられる。これらの業種は今後も感染拡大の度合いによって営業の制約が大きく影響されることから、引き続き非製造業全体の数字を押し下げる可能性がある点に留意したい。なお、ブルームバーグの予想では、1月の結果をそれぞれ57.6、56.0としている。
- 欧州では2日(火)にユーロ圏10～12月期GDP(速報)が発表される。7～9月期のGDP(季節調整値、以下同様)は前期比▲12.5%となった。7～9月期は統計が開始された1995年以来最大の上昇幅を記録したが、要因をみると新型コロナウイルスの感染拡大の影響で過去最悪の結果に終わった4～6月期からの反動の影響が大きかった。また、前年比では同▲4.3%となり、新型コロナウイルスの感染拡大が始まる前の水準には戻らなかった。国別では、フランスやイタリアといった、4～6月期の落ち込みが大きかった国での改善が目立った。今週26日、IMFは21年の経済見通しを更新した。今回成長率が上方修正された地域も見られたものの、欧州については前年比4.2%と前回予測から▲1%ポイント下方修正された。IMFは感染拡大に対する行動反応や公衆衛生対応、移動の減少に対する経済活動の柔軟性と適応力、危機発生時における構造的硬直性などを反映した上で判断したと総括しており、新型コロナウイルスの終息時期は引き続き今後の経済成長左右する大きなテーマとなる。なお、ブルームバーグの予想では10～12月期の成長率を前期比▲1.7%(前期比:▲6.1%)と見込んでいる。この他、1日(月)には12月ユーロ圏失業率、3日(水)にはユーロ圏1月CPI(速報)が公表予定である。

	本 邦	海 外
1月29日(金)	・日銀 主な意見公表(1月会合分) ・12月鉱工業生産(速報) ・12月失業率/有効求人倍率	・米1月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米12月新築住宅販売件数 ・独10～12月期GDP(速報)
1日(月)	・1月製造業PMI(確報)	・米1月ISM製造業景気指数 ・ユーロ圏12月失業率
2日(火)	・10年物国債入札	・ユーロ圏10～12月期GDP(速報) ・米1月ISM非製造業景気指数
3日(水)	・1月サービス業PMI(確報)	・ユーロ圏1月CPI(速報)
4日(木)	・30年物国債入札	・英 金融政策会合
5日(金)	・12月景気動向指数(速報)	・米1月雇用統計

【当面の主要行事日程(2021年2月～)】

ECB 政策理事会(3月11日、4月22日、6月10日)

FOMC(3月16～17日、4月27～28日、6月15～16日)

日銀金融政策決定会合(3月18～19日、4月26～27日、6月17～18日)

3. マイナス金利深掘りを示唆し始めた ECB～その理由はどこに？～

突如浮上したマイナス金利深掘り観測

昨日はブルームバーグが『ECB 当局者、利下げに懐疑的な市場に対処で合意ー可能だと強調へ』とのヘッドラインで ECB がマイナス金利深掘りに踏み切る可能性を報じている。既にマイナス金利を採用している中央銀行の間では「その弊害を如何に軽減するか」という論点に議論が集中しており、これを強化しようという議論は市場予想を含めて稀である。そうした中で突如、このような観測報道が出てくる背景は考察する価値がある。記事は ECB の政策当局者が一段の利下げの可能性をほぼ排除している市場参加者の期待に違和感を抱いており、「利下げが実施可能な選択肢だと強調することで合意した」と報じている。ここで取材を受けている「複数の当局者」が誰なのかも明らかではないが、類似の議論は先週 21 日の政策理事会でも行われ、やはりマイナス金利深掘りの可能性を強調することで合意したとある。

2019 年 7 月から続く深掘りの示唆

確かに、1 月 21 日の会見を振り返ると「なぜマイナス金利の深掘りをしないのか」と直接的に質す記者に対し、ラガルド ECB 総裁が声明文中の「(物価安定が確保されない場合) 政策金利を現状かそれ以下に据え置く意向 (We expect them to remain at their present or lower levels)」といったフォワードガイダンスを持ち出し、「預金ファシリティ金利はツールボックスの一部 (the deposit facility rate, is part of our toolbox)」と明言する場面はあった。だが、フォワードガイダンスが利下げを示唆する現行の表現に変更されたのは 2019 年 7 月 25 日の政策理事会であり、今に始まったことではない。半ば有名無実化していたフォワードガイダンスを持ち出されても、殆どの市場参加者がマイナス金利深掘りを予想していないことに変わりはない。そのフォワードガイダンスを導入した 2 か月後 (9 月 12 日) の解放で ▲0.40% から ▲0.50% への深掘りを行っており、市場参加者はここで「限界に達した」という理解である。

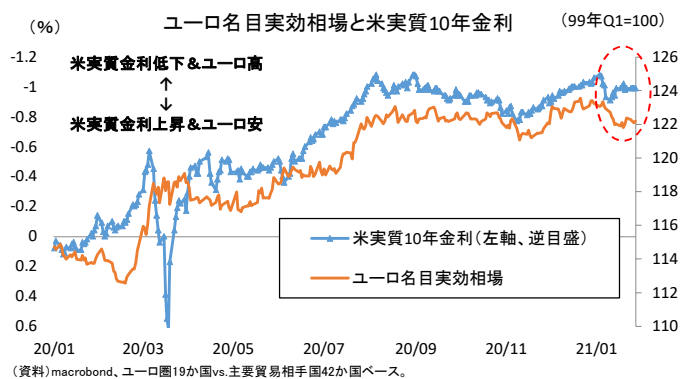
ユーロ高是正が主目的か

では、なぜマイナス金利深掘りの議論が今蒸し返されているのか。筆者はやはりユーロ高を念頭に置いた対応なのだと思います。相次ぐ追加緩和や口先介入にもかかわらずユーロ相場は全く下がる気配がない。とりわけ名目実効ベースでは過去最高値圏で高止まりしており (図)、これは外需依存型のユーロ圏経済にとっては重荷としか言いようがない。

1 月 27 日、ブルームバーグの取材に対しクノット・オランダ中銀総裁が「ユーロ上昇を防ぐために必要ならば、▲0.5% の中銀預金金利をさらに引き下げる余地もある」と述べたことが報じられている。「通貨安のために利下げしたい」という発言は先進国の中央銀行首脳として許されるものではないはずだが、19 名の各国外銀総裁と正・副総裁と理事 4 名から構成される ECB の政策運営においては、議長である ECB 総裁以外がこの種の発言をしてもスルーされる傾向にある。恐らく、事の経緯から察するに冒頭の報道で登場する「複数の当局者」の 1 人はクノット総裁なのだと推測する。

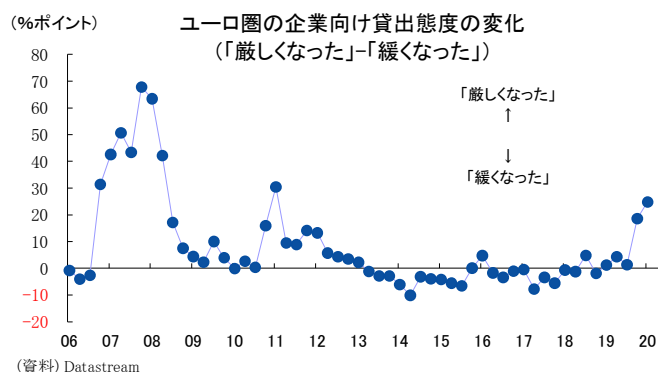


過去、ECB 政策理事会の議事要旨では米国の実質金利低下がドル安を招いていることがユーロ高の原因だという分析が披露されたことがあった。具体的には昨年 9 月 8～9 日の政策理事会議事要旨よればシュナール ECB 理事から「(米国の) 実質金利の低下、とりわけそれがマイナス圏に入ったことでドル建て債券の持ち高を削る動きが進んだ」との見解を示されている。米国の実質金利低下とあるが、厳密にはユーロ圏との金利差で議論するのが適切であろう。だとすれば、こうした分析を元に利下げを行い、域内金利を全般的に押し下げて通貨の安値誘導を図ろうとする結論は出てきても不思議ではない。しかし、既に足許では米国で名目金利が上昇しており、これに合わせて実質金利も上昇に転じ、ユーロの名目実効為替相場も続伸が止まっている。マイナス金利深掘りの目的がユーロ高是正だとすれば、近々にこれが決定されることはなく、当面は様子見姿勢を貫く可能性が大きいように思われる。



リスクとリターンが見合っていないマイナス金利深掘り

ECB は域内与信環境の悪化に直面している。その背景には域内経済停滞を受けて与信コストが悪化しそうな状況への懸念があると考えられる。ターゲット型長期流動性供給 (TLTRO3) を筆頭に銀行部門への流動性供給を強化しているものの、銀行部門のリスク回避姿勢は強まる一方である (図)。实体经济の悪化を受けた貸出態度の厳格化は正常な経営判断とも言えるが、コロナショック以前から続く



マイナス金利政策によって経営体力が低下しているという事実も見逃せない。マクロ経済環境が悪化する中では元々銀行業態は収益性が悪化するが、ここでマイナス金利深掘りを行うことで貸出態度は一段と厳格化を招く可能性がある。そもそも域内の貸出金利は順当に低下しているのだからマイナス金利引き下げの必要性はない。また、そこまでのリスクを冒したところでドル主導のユーロ高が是正されるかどうかはかなり怪しい。率直にリスクとリターンが全く見合っていないように思える。こうした理解の下、マイナス金利深掘りは追加緩和のファーストチョイスにはならず、そうなるにせよ名目実効相場の過去最高値更新やユーロ/ドル相場の 1.25 突破などが必要になると筆者は考えている。

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
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(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～)
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	イエレンタ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「收穫通減」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はあるのか？
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～実惑する「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～