

みずほマーケット・トピック(2021年2月19日)

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を受けて～明記された「ユーロ高反転」～

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/円相場は約半年ぶりの高値をつける展開。週初 15 日、105 円台前半でオープンしたドル/円は、直後に一時週安値となる 104.92 円をつけるも、日経平均株価が 30 年ぶりに 3 万円台に乗せる動きにリスクオンの円売りが強まったことで 105 円台前半までじりじりと上昇した。翌 16 日には、米 2 月ニューヨーク連銀製造業景気指数の良好な結果や米金利の上昇もあいまって、ドル/円は、106 円台前半まで上昇した。17 日には、ドル/円は、一時年初来高値となる 106.22 円をつけたが、その後は実需の円売りやアジア株の軟調推移を背景に 105 円台後半まで下落した。NY 時間には、米 1 月消費者物価指数(PPI)や米 1 月小売売上高の良好な結果に、再度週高値近辺まで上昇したが、米金利の反落などを受けて、ドル/円は、105 円台後半まで押し戻された。18 日は、対欧州通貨のドル売りや米経済指標の強弱入り混じる結果に、ドル/円は 105 円台後半を推移した。その後は米 10 年債利回りが 1.3%を割り込むなど金利上昇の動きも一服し、上値の重い展開となった。本日のドル/円も、105 円台後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドル相場は下落する展開。週初 15 日、1.21 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、NY 休場となる中、1.21 台前半で方向感に乏しい推移となった。16 日は、独 2 月 ZEW 景気指数やユーロ圏 10～12 月期 GDP が上方修正されたことを受けて、ユーロ/ドルは、一時週高値となる 1.2169 まで上昇した。しかしその後は米金利上昇によるドル買いが強まると、ユーロ/ドルは、1.20 台後半まで反落した。17 日には、長期金利が約 1 年ぶりの高水準を維持していることがドル買い圧力となり、1.20 台半ばまでじりじりと下落。その後も米 1 月 PPI や米 1 月小売売上高の良好な結果を受けたドルの選好は強く、ユーロ/ドルは、一時週安値となる 1.2024 まで下落した。18 日は、対欧州通貨のドル売りにサポートされて上昇したものの、後半は米金利の断続的な上昇が重しとなり 1.20 台後半での上値の重い推移となった。本日のユーロ/ドルも、1.20 台後半で動意に乏しい値動きとなっている。

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				
		2/12(Fri)	2/15(Mon)	2/16(Tue)	2/17(Wed)	2/18(Thu)	
ドル/円	東京9:00	104.76	105.07	105.38	106.12	105.85	
	High	105.18	105.41	106.08	106.22	105.92	
	Low	104.74	104.92	105.18	105.78	105.60	
	NY 17:00	104.93	105.35	106.05	105.86	105.66	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.2130	1.2120	1.2132	1.2088	1.2046	
	High	1.2135	1.2145	1.2169	1.2104	1.2094	
	Low	1.2082	1.2117	1.2095	1.2024	1.2036	
	NY 17:00	1.2119	1.2125	1.2104	1.2040	1.2091	
ユーロ/円	東京9:00	127.08	127.34	127.89	128.27	127.55	
	High	127.30	127.96	128.39	128.45	127.78	
	Low	127.01	127.75	127.78	127.32	127.36	
	NY 17:00	127.18	127.74	128.39	127.47	127.77	
日経平均株価		29,520.07	30,084.15	30,467.75	30,292.19	30,236.09	
TOPIX		1,933.88	1,953.94	1,965.08	1,961.49	1,941.91	
NYダウ工業株30種平均		31,458.40	-	31,522.75	31,613.02	31,493.34	
NASDAQ		14,095.47	-	14,047.50	13,965.50	13,865.36	
日本10年債		0.06%	0.08%	0.08%	0.10%	0.09%	
米国10年債		1.21%	-	1.31%	1.28%	1.30%	
原油価格(WTI)		59.47	-	60.05	61.14	60.53	
金(NY)		1,823.20	-	1,799.00	1,772.80	1,775.00	

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、本日 19 日(金)に 1 月中古住宅販売件数、24 日(水)に 1 月新築住宅販売件数の発表を控える。昨年 12 月の中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は市場予想では減少が見込まれていたものの、前月比+0.7%と上昇に転じた。昨年の年間での販売件数は 564 万戸とコロナ禍においても住宅市況は順調な動きとなり、最終的には 18 年と 19 年の数字を上回った。一方で、在庫水準は過去最低に落ち込んでいる。12 月の在庫月数(在庫件数÷販売件数)は 1.9 か月と、5 月時点では 4.8 か月であったことを踏まえれば住宅供給が急速な需要の伸びに追いついていないことが窺える。同時に、販売価格の中央値は 30.1 万ドルと前年比+12.9%上昇した。また、12 月新築住宅販売件数も前月比+1.6%と堅調な推移となった。しかし年初以降、バイデン政権下での追加経済政策の決定や新型コロナウイルスのワクチン実用化などを背景に米金利の騰勢が強まっている。昨年の活況な市場の要因として低金利が継続したという点は無視できず、足許の住宅価格が高騰していることから今後の金利動向次第では市況の加熱が一服するという点も考えられる。なお、ブルームバーグの事前予想では 1 月中古住宅販売件数を前月比▲2.4%としている。新築住宅販売件数に関しては、同+2.0%の予想となっている。その他、中銀関連では 23 日(火)、24 日(水)にパウエル FRB 議長が半年に 1 度の議会証言を実施する。
- 欧州では本日 19 日(金)にユーロ圏 2 月 PMI(速報)が公表予定である。1 月総合 PMI は 47.8 と、新型コロナウイルスの感染拡大第 2 波が本格化した昨年 11 月以降、3 か月連続で好況・不況の判断の分かれ目となる 50 を割り込む結果となった。内訳を見ると、製造業が 54.8 でサービス業は 45.4 となった。製造業は 7 月以降 50 を上回る一方、サービス業は 9 月以降 4 か月連続で 50 を下回る対照的な動きとなっている。また、今月発表された米国・欧州・日本の 10～12 月期 GDP では欧州が唯一前期比でマイナス成長を記録しており、サービス業の長期間の景況感の落ち込みも影響している。2 月に入って欧州の一部地域では行動制限の緩和が検討されたが、国ごとに感染抑制の度合いに差が出ている点も指摘された。過去の結果からも欧州の広い範囲で感染抑制が確認されるまでは、サービス業の軟調な動きに引きずられる格好で回復のペースが緩やかとなることが見込まれる。なお、ブルームバーグでは 2 月の結果に関し、総合が 48.0、製造業、サービス業をそれぞれ 54.3、45.9 と予想している。

	本 邦	海 外
2 月 19 日(金)	1 月全国 CPI 2 月製造業/サービス業 PMI (速報)	- 米 2 月製造業/サービス業 PMI (速報) - 米 1 月中古住宅販売件数 - ユーロ圏 12 月経常収支 - ユーロ圏 2 月製造業/サービス業 PMI (速報)
22 日(月)	1 月企業向けサービス価格指数	- EU 外務相会合 - 独 2 月 IFO 企業景況感指数
23 日(火)	—————	- 米パウエル FRB 議長議会証言 (上院) - ユーロ圏 1 月 CPI (確報)
24 日(水)	—————	- 米 1 月新築住宅販売件数 - 米パウエル FRB 議長議会証言 (下院) - 独 10～12 月期 GDP (確報)
25 日(木)	12 月景気動向指数	- 米 10～12 月期 GDP (修正) - 米 10～12 月期コア PCE デフレーター - ユーロ圏 2 月消費者信頼感指数 (確報)
26 日(金)	1 月鉱工業生産(速報)	米 2 月ミシガン大学消費者マインド(確報)

【当面の主要行事日程(2021 年 3 月～)】

ECB 政策理事会 (3 月 11 日、4 月 22 日、6 月 10 日)

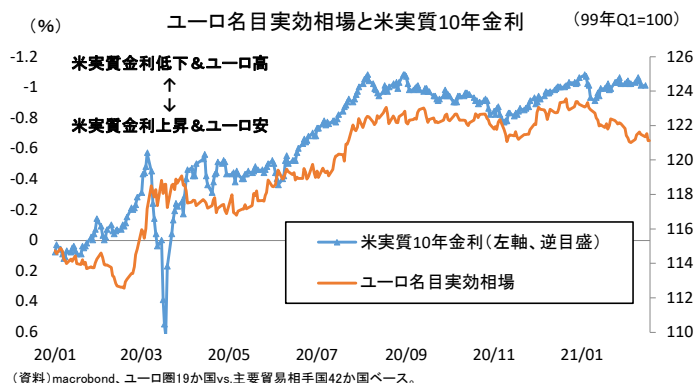
FOMC (3 月 16～17 日、4 月 27～28 日、6 月 15～16 日)

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. ECB 政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～

「ユーロ高反転」の記述も

昨日は ECB より 1 月 21 日開催分の政策理事会議事要旨が公表されている。特筆すべき材料の無い会合ではあったが、議事要旨は相応に目を引く内容を含んでいた。とりわけユーロ高への認識が顕著に変わっていることが示されていることが興味深かった。1 月声明文では引き続きユーロ高への警戒感が示されてはいたものの、1 月会合時点では ECB 自身がユーロ高の主因と分析してきた米国の実質金利につ



いて下げ止まりの兆候が出ていた。それゆえに、会合翌日の本欄では「こうした動きを政策理事会がどのように評価するのかは注目しておきたい」と述べた。この点、1 月議事要旨では冒頭のシュナーベル ECB 理事による金融市場動向のレビューにおいて「前回（12 月）会合以降で加速していたドル安傾向が米金利上昇で歯止めがかかっている」とされ、「対ドルでのユーロ高トレンドは反転した（the euro exchange rate versus the US dollar had reversed its appreciation trend）」と明記されている。声明文では一応の警戒が残されたものの、政策理事会内のユーロ相場への認識は大きく変わっている様子が窺える。

議事要旨中ではグローバルなポートフォリオリバランスとリスクテイクの主要因（a key factor）として米実質金利を指摘しており、これが動意を見せていることについて多くの記述が見られている。なお、目下、市場の注目は「米金利上昇がいつ株価を下落させるか」だが、これに関しても「より持続的な実質金利上昇が株価の相対的な魅力を急速に下げ、幅広い価格調整を招く恐れがある」と警戒を示している。

スタッフ見通しへの批判的目線

金融市場に関しては上述した実質金利の話題が重要な論点となっているが、实体经济に関しては 12 月に示されたスタッフ見通しについて「楽観的過ぎるかもしれない」との議論が交わされたことも明らかになっている。その理由としては 2021 年 4～6 月期の成長率が長引くロックダウンの影響を受けそうなこと、ワクチン接種のペースが遅いこと、そしてより毒性の強い変異種が増殖していることなどが挙げられている。ロックダウンの影響が長引きそうなことはワクチン接種のペースや変異種増殖の状況と密接な関係があるため、ここで挙げられている理由は全て相互連関的なものと考えられる。2020 年の春とは異なり、経済活動制限の手段はよりのが絞られており、企業もこれを学んでいるため、防疫措置に伴うコストは小さいものになっているとも付記されているが、「暖かくなってもコロナの影響は残る」というのが政策理事会の胸中だとすれば、当面の緩和維持（もしくは強化）は既定路線ということになる。

ちなみに、ECB のスタッフ見通しは政策理事会の意を汲んで作成されるものではなく、独立した経済分析の結果が公表されるという建付けになっている¹。見通しは政策理事会が政策運営をするための 1 つの材料に過ぎないという位置づけだ。そのため政策理事会がこうして忌憚のない意見を対外的に公表していることは、政策理事会への付度を抜きにした意思決定過程が機能していることも意味している。

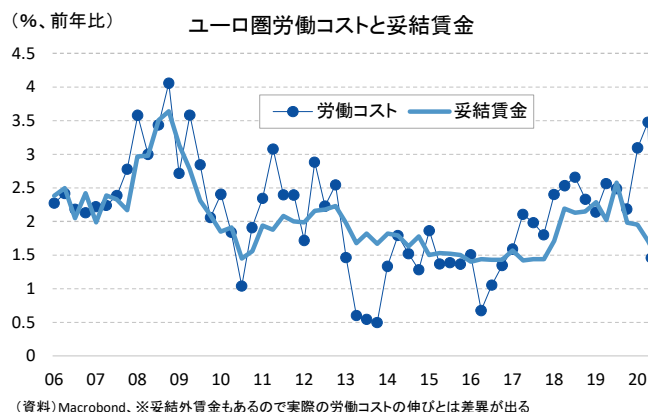
¹ 詳しくは拙著『ECB 欧州中央銀行：組織、戦略から銀行監督』東洋経済新報社

物価の現状認識

物価情勢に関する議論も目を引くものであった。昨年いっぱい、域内の物価情勢は悲惨な状況が続いたが、今年 1 月のユーロ圏消費者物価指数（HICP）は非線形にジャンプアップした。こうした動きは過去の本欄でも確認した通りである²。議事要旨では年明け以降の HICP はドイツの付加価値税減税が予定通り終了したこと、原油価格急落の反動が出ること、コロナ禍の消費パターン変化によって HICP 算出上のバスケットが大きく変更されることで押し上げられるとしている。

だが、これらテクニカルな要因が剥落してしまえば、域内における総需要の低迷やや賃金上昇圧力の弱さ、そして従前のユーロ高が基調的なインフレ圧力を抑制するという姿が露呈することも認めている。なお、今後の実体経済を占う上では賃金情勢が重要になるものの、過去の本欄でも見たように、域内の妥結賃金はそれほど悪化していない（図）。この点、議事要旨は「多くの賃金交渉はコロナショック以前に妥結したものであるため」と分析しており、警戒を怠っていない。5 年先 5 年物インフレスワップフォワードのような市場ベースのインフレ期待は上方向に切り返しているが、ECB が四半期に 1 回調査する予測専門家調査（SPF）は低迷しており、政策理事会の抱くデフレーション懸念は依然強そうである。

ちなみに、これまで ECB は「ユーロ高→HICP 抑制」という経路にフォーカスを当てた説明を繰り返してきているが、その事実は認めつつも従来の標準的な計量モデルはその影響を過大推計していた可能性にも言及している。こうした為替変化による物価への影響度（パススルー効果）については、元より様々な推計が存在するが「1%のユーロ安で 0.1%ポイントの HICP 押し上げ」というのが 1 つの目安であったと考えられる³。2020 年のユーロ相場は名目実効為替相場（NEER）ベースで+7%上昇しており、従来試算によれば▲0.7%ポイント程度の押し下げがなったことが想定されるが、それほどではないというのが ECB の認識になっているのかもしれない。しかし、そうだとすれば、「ユーロ高が是正されても HICP の低迷が続く可能性がある」ということにならないだろうか。デフレーション状況の根深さが懸念される。



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。

² 詳しくは本欄 2021 年 2 月 19 日号『なぜユーロ圏消費者物価指数（HICP）は急騰したのか？～一過性のまやかし～』などをご参照下さい。

³ ECB “Exchange rate pass-through into euro area inflation”

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2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイーロッドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(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?～)
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「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～求められる緩和と仕事～
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られるリスクシナリオ
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