

## みずほマーケット・トピック(2021年3月12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 政策理事会を終えて～significantly higher pace の解釈～

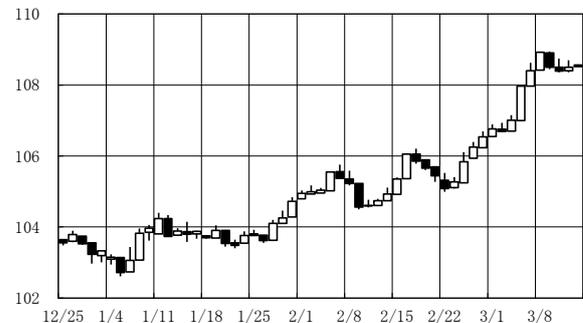
### 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は年初来高値を更新する展開。週初 8 日、108 円台前半でオープンしたドル/円は、一時週安値となる 108.28 円をつけるも、米金利が上昇する動きに、NY ダウ平均などの堅調推移に円売りが強まると、108 円台後半まで上昇した。9 日にかけても米金利上昇を背景にドル買いが継続し、ドル/円は一時年初来高値となる 109.23 円まで上昇。しかしその後は、米金利上昇が一服すると、特段材料難な中、ドル/円は 108 円台後半まで下落した。10 日は、米金利の上昇をにらみつつややドル買い優勢の中、ドル/円は、108 円台後半まで上昇。だが、米 2 月消費者物価指数(CPI)の予想を下回る結果を受けて、ドル/円は、108 円台前半まで押し戻された。11 日には、日経平均株価の堅調推移を背景に、ドル/円は 108 円台後半まで連れ高となるも、ユーロドルが買われる展開に 108 円台前半まで下落した。その後、ECB 政策理事会においてパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペースを加速させることが報道されると、ユーロが売られる展開に、ドル/円は 108 円台後半まで値を戻した。本日のドル/円は、108 円台後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドル相場は年初来安値を更新する展開。週初 8 日、1.19 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、米金利上昇を受けたドル買いに、1.18 台半ばで上値重く推移した。9 日には、米金利低下を横目にユーロ/ドルは 1.19 台前半まで強含むも、揉み合い推移に。その後、米株価の堅調推移にリスク選好ムードが広がるも、米金利が高水準で推移する中、ユーロ/ドルは 1.18 台後半まで下落した。10 日にかけてユーロ/ドルは、一時年初来安値となる 1.1836 をつけたが、米 2 月 CPI の予想を下回る結果を受けたドル売りに、1.20 台前半まで上昇。しかしドル買いが持ち込まれると、ユーロ/ドルは 1.18 台後半まで反落した。その後は、米金利低下を受けたドル売りやユーロのショートカバーも加わり、ユーロ/ドルは、週高値近辺まで回復した。11 日には、ECB 政策理事会において PEPP の購入ペースを加速させることが報道されると、ユーロ/ドルは欧州金利低下から、1.19 台前半まで売られるも、再びユーロが買い戻される動きに一時週高値となる 1.1990 まで上昇した。本日のユーロ/ドルは、1.19 台後半で取引されている。

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			
		3/5(Fri)	3/8(Mon)	3/9(Tue)	3/10(Wed)	3/11(Thu)
ドル/円	東京9:00	107.96	108.40	108.93	108.58	108.45
	High	108.64	108.94	109.23	108.92	108.81
	Low	107.82	108.28	108.42	108.34	108.36
	NY 17:00	108.40	108.92	108.50	108.39	108.50
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1967	1.1926	1.1852	1.1897	1.1924
	High	1.1976	1.1932	1.1915	1.1930	1.1990
	Low	1.1893	1.1844	1.1836	1.1869	1.1915
	NY 17:00	1.1908	1.1845	1.1901	1.1929	1.1986
ユーロ/円	東京9:00	129.19	129.23	129.07	129.12	129.31
	High	129.53	129.30	129.54	129.42	130.04
	Low	128.85	128.80	128.95	129.09	129.28
	NY 17:00	129.13	129.02	129.12	129.30	130.04
日経平均株価	28,864.32	28,743.25	29,027.94	29,036.56	29,211.64	
TOPIX	1,896.18	1,893.58	1,917.68	1,919.74	1,924.92	
NYダウ工業株30種平均	31,496.30	31,802.44	31,832.74	32,297.02	32,485.59	
NASDAQ	12,920.15	12,609.16	13,073.82	13,068.83	13,398.67	
日本10年債	0.10%	0.11%	0.13%	0.12%	0.10%	
米国10年債	1.58%	1.60%	1.53%	1.52%	1.53%	
原油価格(WTI)	66.09	65.05	64.01	64.44	66.02	
金(NY)	1,698.50	1,678.00	1,716.90	1,721.80	1,722.60	

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、16(火)～17日(水)にFOMCの開催を控える。前回の1月会合では金融政策は現状維持となり、景気・物価判断も昨年末時点から大きな変化は見られなかった。議事要旨内では住宅・設備投資に回復の兆候が見られるとしつつも、量的緩和の縮小を検討するには時期尚早であるといった見解が明記された。1月会合後のFOMCメンバーの発言を踏まえても、この方針に大きな変化は無い様で、引き続き資産購入は「最大雇用と物価安定の目標達成に向け一段の著しい進展があるまで」というフォワードガイダンスに従うものと考えられる。また、市場が警戒する金利の上昇に関しては、現状FRBはある程度許容する姿勢が窺えるが、今回で改めて実体経済の回復見通しと今後の株価をはじめとする資産価格の双方への影響を勘案したメッセージが発信されるものと見られる。その他、今回で経済見通し(SEP)が更新されるが、新型コロナウイルスのワクチン普及が順調に進み、バイデン政権の追加財政政策の成立が間近となる中、上方修正される見込みが強くなっており、その内容にも注目が集まる。
- 本邦では、18日(木)～19日(金)に、日銀金融政策決定会合が開催予定。前回1月会合では金融政策は現状維持となった。日銀は昨年末、今回会合を目処に中長期的な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ていた。1月会合の「主な意見」では、点検に際し緩和効果と副作用のバランスの面を考量すべきとしながらも、イールドカーブ・コントロール(YCC)や日銀の資産購入の運営を再検討すべきとの声があがった。具体的には、まずYCCに関して、足許の米金利の上昇に伴い日本の10年国債利回りの水準が先月末にかけて約5年ぶりの高水準に達したことを踏まえ、今後金利の変動幅の拡大を容認する可能性が浮上している。資産購入に関しては、日経平均株価が3万円を突破した動きなどに鑑みて、今後の購入の頻度と規模について議論される見込みが強まっている。とは言え、コロナ禍における低成長・低インフレから脱却するのが金融政策の見直しの主眼である。こうした中、金融市場の状況に応じてある程度の金利の上昇を容認し、また資産購入を一時的に縮小させるというようなことはあっても、金融政策の緩和の早い段階での切り上げを市場に想起させるような決定をするとは考えにくく、現行政策の大枠が維持されることには変わりなさそうである。

	本 邦	海 外
3月12日(金)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米3月ミシガン大学消費者マインド(速報)</li> <li>・ユーロ圏1月鉱工業生産</li> <li>・英1月GDP</li> </ul>
15日(月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1月第3次産業活動指数(確報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米3月NY連銀製造業景気指数</li> </ul>
16日(火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1月鉱工業生産(確報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米2月輸出/輸入物価指数</li> <li>・米2月小売売上高</li> <li>・米FOMC(17日まで)</li> </ul>
17日(水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2月貿易収支</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米パウエルFRB議長会見</li> <li>・ユーロ圏2月CPI(確報)</li> </ul>
18日(木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日銀金融政策決定会合(19日まで)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ1月貿易収支</li> </ul>
19日(金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・黒田日銀総裁会見</li> <li>・2月全国CPI</li> </ul>	—————

### 【当面の主要行事日程(2021年3月～)】

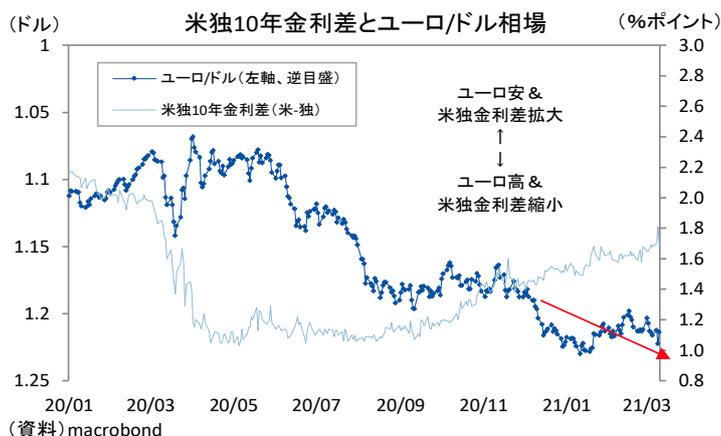
- FOMC(3月16～17日、4月27～28日、6月15～16日)
- 日銀金融政策決定会合(3月18～19日、4月26～27日、6月17～18日)
- ECB政策理事会(4月22日、6月10日、7月22日)

### 3. ECB 政策理事会を終えて～significantly higher pace の解釈～

#### 予想通りの PEPP アクセル

昨日の ECB 政策理事会は現行政策の維持を決定した。しかし、声明文において「the Governing Council expects purchases under the PEPP over the next quarter to be conducted at a significantly higher pace than during the first months of this year」との一文が追加されており、予想通り、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の購入ペースを引き上げる方針が示されている。もっとも、声明文で PEPP のアクセルを踏むことが明記されたことはやや意外感もあり (筆者は記者会見中の問答で言及すると予想していた)、その甲斐もあって域内金利ははっきりと低下している。与信環境に不安を抱える域内情勢を踏まえれば、FRB のように金利上昇を容認するわけにはいかず、こうした政策運営は理解できる。

なお、上記の文章が挿入されたことばかりが注目されているが、その次のパラグラフ冒頭でも「The Governing Council will purchase flexibly according to market conditions and with a view to preventing a tightening of financing conditions that is inconsistent with countering the downward impact of the pandemic on the projected path of inflation」と望まぬ金利上昇が金融環境の引き締めにつながることを防ぐために



資産購入を柔軟に (flexibly) 行う意図が強調されている。ECB から市場に向けて「PEPP の効果を侮るな」という強いメッセージと見受けられる。早ければ来週以降の購入実績で変化が見られてくるだろう。過去の本欄でも述べたように、米金利上昇は放置されるのに対して域内金利上昇は抑制されるため、欧米金利差は拡大、結果としてユーロ/ドル相場には下落圧力がかかる構図となる。昨年 11 月以降崩れている欧米金利差とユーロ/ドル相場が ECB と FRB の対照的な政策運営で修復されるのか注目したい (図)。

#### 「significantly higher pace」の解釈方法

PEPP のアクセルを踏む最大の理由は意図せぬ資金調達環境の引き締めを防止するため、と説明されている。国債利回りが相応の幅を持って継続的に上昇する動きを放置した場合、国債利回りを参照に決定される社債や銀行貸出といった資金調達環境が不意にタイト化してしまう。それは物価安定を損なうことになるので、PEPP で国債利回りを潰したいというのが ECB の立場である。この点、従前から浮上しているイールドカーブコントロールの可能性を問う記者も現れたが、ラガルド ECB 総裁は特定金利に拘泥することなく、「包括的 (holistic)」かつ「多面的 (multifaceted)」に検討すると繰り返している。総裁自らイールドカーブコントロールを否定しており、この芽は基本的になくなったと考えて良さそうである。実際、ワクチン接種ペースやこれに伴う集団免疫の期待、結果としての行動制限の多寡を含め流動的な要因が多過ぎる以上、特定金利水準へのペッグを中銀が示すリスクは小さくないだろう。なお、当然ながら記者会見では「significantly higher pace」の定義を質す記者が現れているが、特定の金利水準に拘りを持たないと述べている以上、特定金額に拘りがないのも、また、自明である。

とはいえ、具体的な購入ペースの変化と残高について関心を寄せる向きも多いであろうから、簡単にイ

メージしてみよう。週間購入額を見ると1月は平均133億ユーロ、2月は平均144億ユーロ、1～2月を通しては平均139億ユーロである。例えばこの倍のペースにアクセルが踏まれるのであれば「significantly higher pace」と言って差し支えないだろうか。となると、1～2月平均の139億ユーロの倍で約280億ユーロの週間購入、月間にして約1120億ユーロなどの数字がイメージされる。3月初頭のPEPP残額は9714億ユーロなので、「significantly higher pace」で走り続けても、(途中夏休みで買わないことを考えれば)年内は弾薬が持つ計算になる。実際はワクチン接種ペースに合わせて集団免疫獲得、そして経済活動の正常化というシナリオを歩むとすれば、「significantly higher pace」は声明文で述べられる通りあくまで次の四半期(4～6月期)限定で済む可能性がある。

### 「holistic」かつ「multifaced」に評価される資金調達環境

ちなみに今回改定されたスタッフ見通しでも予測期間中の2%到達は示現していないが(表)、前回(12月)のスタッフ見通し時点で2%物価目標に届かないことは分かっ

ECBのスタッフ見通し(2021年3月)

(%)

	2020	2021	2022	2023
消費者物価上昇率(HICP)	0.3	1.5	1.2	1.4
(前回:2020年12月)	0.2	1.0	1.1	1.4
実質GDP	-6.9	4.0	4.1	2.1
(前回:2020年12月)	-7.3	3.9	4.2	2.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2021～23年が1.21。

ていた。だとすれば、なぜ1月の購入ペースは減速したのかという疑問を呈す記者も現れた。要するに、1月時点でPEPPのアクセルを踏むという決断もあったのではないかという話である。しかし、上述したように、現在のECBが問題視しているのは実体経済における資金調達環境の悪化である。思考の順序としてはまずメインシナリオとなる経済・物価見通しを踏まえた上で資金調達環境をどの程度サポートする必要があるかを考えることになる。とすれば、今回のようにスタッフ見通しが改訂されたタイミングに合わせ、そのシナリオを叩き台にした上で資金調達環境を評価し、サポートが必要と考えれば「無リスクである政策金利の水準を決める→国債利回りが決まる→社債や銀行貸出の利回りが決まる」と思考を展開していくことになる。こうした一連の流れを視野に入れて政策運営をholistic(包括的)に点検し、複数の指標を考慮するmultifaced(多面的)な視点が重要だとラガルド総裁は再三述べている。

つまり、PEPPの運営を考える際にも、まず足許の経済・物価見通しを前提とした上で資金調達環境をチェックし、国債利回りが高過ぎる(低過ぎる)と考えればPEPPのアクセル(ブレーキ)を踏むという順序で思考を展開するため、ECBスタッフ見通しが改訂される四半期ごとのタイミングで運営を見直すのが適切という話になる。だが、このように言い過ぎると「四半期ごとに運営を見直す」という目線が市場から入るため、PEPPの強みである柔軟性が損なわれる恐れもあるようには思える。

### PEPPの総枠方式は使い勝手が良い

今回の決定から感じたことは、事前に月間購入額を規定せずに巨大な枠を最初に嵌めてしまい、それを使い果たすかどうかの義務も定めず、状況に応じてアクセルやブレーキを踏むというPEPPのアプローチは市場期待をいなすという意味で使い勝手が良いということだ。例えばPEPPが月間600億ユーロと最初から規定されていた場合、これを1100億ユーロに引き上げるという修正は大きな決断になってしまう。一旦引き上げた定例購入額を修正するのは体面上、難しいからだ。また、金額を設定するにも「市場

期待に勝てるかどうか」という後から見れば非常に些末な論点に囚われることは必至であり、期待との乖離で金利が上下動しやすいことも目に見えている。「**significantly higher pace**」という曖昧な表現は定例購入額が決まっていない総枠方式だからこそできた話であり、本来であれば声明文に記載する必要もない。また、その曖昧さがあったからこそ、意見集約ができたという側面もあるだろう。

なお、今回、アクセルを深く踏むことを示唆したものの、途中で何らかの理由で金利が低下してくれば翻意することも可能と考えられる。実際の金利が下がっていれば購入ペースが不変、いや減っていても市場は気にしないだろう。ラガルド体制下で生み出された資産購入プログラムに係る総枠方式は今後の先進国中銀において1つのスタンダードになってもいい使い勝手の良さがあるように思える。

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](mailto: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](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3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(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」～)
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競争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「拳国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下らない実質金利とイール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	前門のプレグジット、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	過去に類類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「収穫減」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プ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・プレグジット 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	プレグジット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