

みずほマーケット・トピック(2021年4月23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～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～

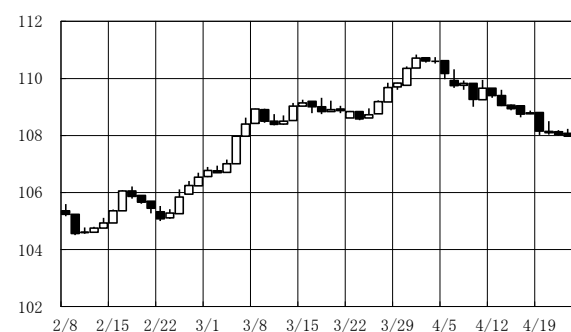
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下落し、108 円を割り込む展開となった。週初 19 日、108 円台後半でオープンしたドル/円は、先週末からの米金利低下の継続や米中関係悪化の懸念からリスクセンチメントが悪化し、円が買われた。欧米時間になっても対ユーロやポンドでドル売りが進み、一時 108 円付近まで下落した。20 日は、前日の流れを受けて、108 円を割り込んだものの、売り一巡後は実需のドル買いやクロス円の上昇を受け 108 円台半ばまで値を戻した。しかし長続きはせず、後半は 108 円台前半での軟調推移となった。21 日は、日本の一部地域で緊急事態宣言が発令される見込みとなっており、日経平均株価が大幅に下落したことから、一時 108 円を割り込んだ。その後は、米金利や米国の株式市場が上昇したことで 108 円台を回復するも、上値の重い推移となった。22 日は、前日から日経平均株価が大幅反発し、108 円台を回復。しかし、米国時間に入るとバイデン米大統領が富裕層を対象としたキャピタルゲイン税導入案が報道されると、米株が下げ幅を拡大し、リスクオフの円買いが強まったため一時週安値の 107.82 円まで値を下げた。本日のドル/円は、108 円付近での取引が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は 1.20 台を回復する展開。週初 19 日、1.19 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、ユーロ/円に連れ安となって一時週安値の 1.1943 まで値を下げた。その後は、EU が 1 億回分のワクチンを追加で仕入れるとの報道が伝わると、3 月上旬以来となる 1.20 台まで上昇した。20 日は、前日の追加ワクチンへの期待感からユーロが買われる展開が継続し、一時週高値となる 1.2080 まで値を上げるも、欧米株式市場の軟調推移が重しとなって、後半はじりじりと下落した。21 日は、米金利が上昇する動きにユーロが売られる展開となったが、前日から株式市場が反発したことで底堅い動きとなった。その後は、ECB 政策理事会を翌日に控える中で、積極的な取引は控えられた。22 日には、ECB 政策理事会の結果を受けて一時週高値付近まで値を上げたが、買い一巡後は米株の下げ幅拡大を受けて、リスクオフのドル買い優勢となり 1.20 台を一時割り込んだ。本日のユーロ/ドルは、1.20 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)

		前週末	今 週			
		4/16(Fri)	4/19(Mon)	4/20(Tue)	4/21(Wed)	4/22(Thu)
ドル/円	東京9:00	108.69	108.72	108.12	108.13	108.05
	High	108.96	108.83	108.54	108.28	108.23
	Low	108.61	108.01	107.98	107.88	107.82
	NY 17:00	108.79	108.15	108.10	108.04	107.97
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1969	1.1970	1.2044	1.2032	1.2038
	High	1.1995	1.2048	1.2080	1.2043	1.2070
	Low	1.1951	1.1943	1.2023	1.1999	1.1994
	NY 17:00	1.1983	1.2036	1.2036	1.2036	1.2016
ユーロ/円	東京9:00	130.07	130.10	130.11	130.10	130.12
	High	130.54	130.30	130.95	130.13	130.43
	Low	129.98	129.71	130.00	129.65	129.67
	NY 17:00	130.36	130.17	130.06	130.06	129.74
日経平均株価		29,683.37	29,685.37	29,100.38	28,508.55	29,188.17
TOPIX		1,960.87	1,956.56	1,926.25	1,888.18	1,922.50
NYダウ工業株30種平均		34,200.67	34,077.63	33,821.30	34,137.31	33,815.90
NASDAQ		14,052.34	13,914.77	13,786.27	13,950.22	13,818.41
日本10年債		0.09%	0.09%	0.08%	0.07%	0.07%
米国10年債		1.59%	1.61%	1.57%	1.56%	1.54%
原油価格(WTI)		63.19	63.38	62.67	61.35	61.43
金(NY)		1,780.20	1,770.60	1,778.40	1,793.10	1,782.00

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、27(火)～28(水)にFOMCの開催を控える。前回の3月会合では金融政策は現状維持となった。ドットチャートの内容についても、2023年末までのゼロ金利維持をはじめ大勢が維持された格好となった。その一方で、経済見通し(SEP)に関しては、21年度の数字が大幅に上方修正されるなど、先行きに関してやや前向きな見方が出た。会合後のパウエルFRB議長の会見では、年初より騰勢が強まっていた米金利の動向に関して、無秩序な金利変動が政策目標の達成を阻害することを認めつつ、現行の資産購入ペースを継続することが適切であるという基本姿勢を示し、早期段階での資産購入ペースの縮小(テーパリング)の可能性を否定した。その後、3月雇用統計の結果や物価上昇率が+2%を上振れたことに対しては、経済の改善ペースを確認した上で、政策変更時期が早まる可能性も示唆している。ただし、パンデミックによって失われた雇用は回復の道半ばであるほか、物価上昇率の上抜けも一過性である見方も強い。また、パウエル議長は市場の混乱を防ぐ観点から、政策変更に伴う資産購入縮小に至る場合には可能な限り事前に通知する必要があると常々強調しており、現段階での政策変更の可能性は依然低い。米金利の騰勢も一段落しつつある中で、足許の景況感に対するFRBの評価にも注目が集まるものと見られる。その他、経済指標関連では29(木)に1～3月期GDP(速報)が公表される。
- 本邦では、26(月)～27(火)に、日銀金融政策決定会合が開催予定。前回3月会合では中長期的な2%物価上昇目標の達成を見据えた政策点検が行われ、いくつかの施策につき内容の修正が行われた。具体的には、長期金利の変動幅を±0.25%程度へ拡大し、上場投資信託(ETF)購入の年間での購入額の目安を廃止したほか、新たにコロナ禍での貸出促進付利制度を制定した。長期金利の変動幅拡大は市場が持つ価格安定化機能の維持や今後の金利変動圧力に対応するもので、ETFの購入目安額の撤廃は株式市場の状況に応じて弾力的な購入に踏み込むことを意図したものである。また、今回追加された貸出促進付利制度は融資残高に応じ日銀当座預金につける上乗せ金利を付与し、マイナス金利の副作用を和らげる仕組みとなっている。会合後に発表した「主な意見」では今後数年間、金融緩和政策の基本的指針となることを期待するといった声も出ており、景気回復の道筋が明確となるまで継続されることが示唆された。一方、物価の見通しについては、インフレリスクよりも依然としてデフレリスクの方が高いとの見方が強く、今回会合時に更新される経済・物価情勢の展望(展望リポート)」にて21年度の物価上昇率を下方修正する可能性が浮上している。

	本 邦	海 外
4月23日(金)	・4月製造業/サービス業PMI(速報) ・3月全国CPI	・米4月新築住宅販売件数 ・ユーロ圏4月製造業/サービス業PMI(速報)
26日(月)	・日銀 金融政策決定会合(27日まで)	・米3月耐久財受注(速報)
27日(火)	・黒田日銀総裁会見	・米FOMC(28日まで)
28日(水)	・3月小売売上高	・米パウエルFRB議長会見
29日(木)	—————	・米1～3月期GDP(速報)
30日(金)	・3月鉱工業生産 ・3月失業率/有効求人倍率	・米4月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米3月個人消費 ・米3月コアPCEデフレーター ・ユーロ圏1～3月期GDP(速報) ・ユーロ圏3月失業率

【当面の主要行事日程(2021年4月～)】

日銀金融政策決定会合(4月26～27日、6月17～18日、7月15～16日)
 FOMC(4月27～28日、6月15～16日、7月27～28日)
 ECB政策理事会(6月10日、7月22日、9月9日)

3. ECB 政策理事会を終えて～6 月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～

ワクチンありきの現状維持

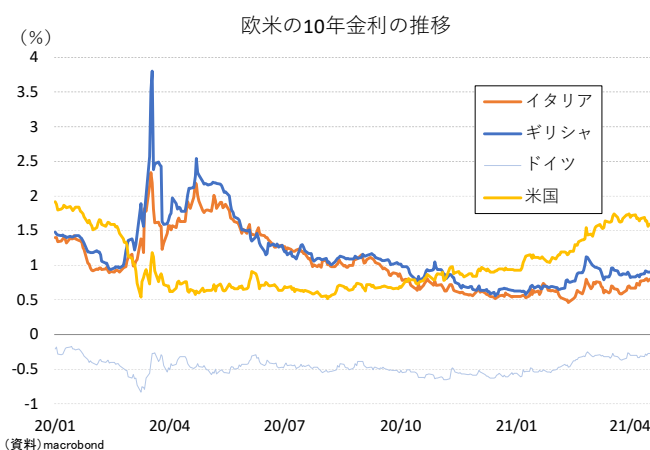
昨日の ECB 政策理事会は予想通り現状維持を決定した。前回会合で「significantly higher pace」の一文を挿入したばかりであり、債券市場を中心として大きな混乱も確認されていない中、当然であろう。ラガルド ECB 総裁も会見で述べていたように、年内の実体経済はワクチン接種と行動制限の段階的解除で浮揚していく見通しとされ、金融政策はその動きを側面支援する位置づけと見受けられる。現状維持も「ワクチンありき」であろう。また、後述するように、ECB のバランスシートが世界でも頭抜けて大きなものに肥大化していることを思えば、無駄なカードは極力切りたくないという本音もあるはずである。

「significantly higher pace」の実情

なお、「significantly higher pace」が宣言されたとはいえ、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の購入ペースはそれほど伸びてはいない。3 月 12 日 (前回の政策理事会) を境に前後 1 か月間の週平均購入ペースを比較すると約 145 億ユーロから約 160 億ユーロへ、10%ほど購入ペースは伸びているが、昨年 12 月の購入ペースは約 170 億ユーロだった。「significantly higher pace」が示すほど大きな変化が出ているとは言えないだろう。ちなみに 4 月 16 日時点の PEPP 使用残高は 9766 億ユーロ、総枠 1.85 兆ユーロに対する使用率は 52.8%である。残額 8734 億ユーロを期限である 2022 年 3 月末までの 11 か月間で使い切るとすれば季節要因などを無視した単純計算で、月平均にして 794 億ユーロ、週平均にして 199 億ユーロのペースまでアクセルを踏めることになる。元より「significantly higher pace」は何らかの数字を約束するものではないが、今の購入ペースから「余力を残している」という印象を抱く向きもあろう。こうした状況が追加緩和観測を招きやすいのは事実である。

もっとも、ECB にとって PEPP を筆頭とする資産購入プログラムは「手段」であって「目的」ではない。「目的」はあくまで市中金利の低め誘導にある。購入ペースを抑制して金利が抑制できるならばそれに越したことはない。年初来見られてきた域内金利の上昇傾向は小康を得ており (図)、この状況に ECB はある程度満足しているように見える。後述するように、ラガルド総裁も PEPP の購入ペースの引上げはあくまで資金調達環境の維持を目指したものであって、「上流から下流に至

る資金の流れ (the financing conditions throughout the chain, from upstream to downstream)」を評価すべきだと述べている。市場は週次購入額ばかり見るが、ラガルド総裁は「それが最も妥当な計数とは言えない (weekly numbers are not the most relevant numbers)」と述べている。

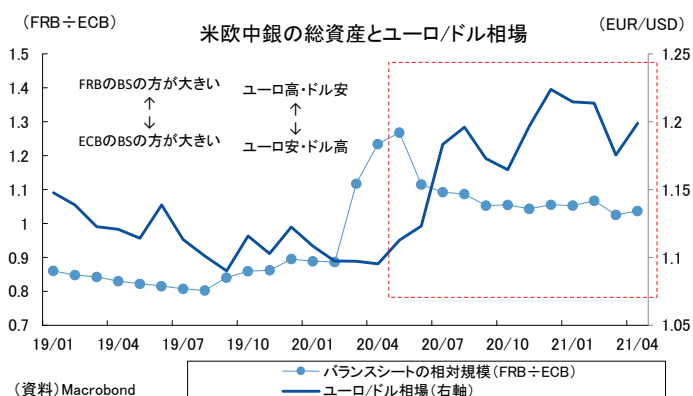


世界最大のバランスシートでも通貨高は是正されず

真っ当に考えれば、今後 1 年間の ECB は「良くて現状維持、場合により追加緩和」という目線でウォッチしておけば間違いのないように思う。そう考える理由は 2 つある。1 つが資金調達環境の維持、もう

1 つがユーロ高のけん制である。まず、前者が ECB の抱く最大の問題意識であることは一昨日の本欄¹でも議論した。昨日の会見でも「今期の銀行貸出態度調査でも厳格化の傾向が続いたのは不安な兆候 (worrying sign) ではないか」と質す記者が現れたが、与信環境の悪化に伴って貸出態度が厳格化していることは認めつつも、「厳格化の度合い」については弱まっていることを指摘している。総じて、1~3 月期に比べれば 4 月に入ってから資金調達環境が落ち着きを見せているとの見解をラガルド総裁は示していた。現状、ECB は政策の波及経路を「包括的かつ多面的 (holistic and multifaceted)」に評価した場合、資金調達環境を緩和的な状態に維持することが、物価の安定に寄与するとの認識を示しており、PEPP の買い入れ加速も長期金利の下押しによって緩和的な資金調達環境を維持するということに主眼が置かれている。この点、ECB の政策対応もあって域内金利は上昇こそ止まっているが、顕著に低下しているわけではなく、テーパリングなど引き締め的な対応には距離があると考えたいところだろう。

もう 1 つ欠かせない視点がユーロ高のけん制である。かつての日銀がそうだったように、現在の ECB は巨額の貿易黒字を抱える通貨の番人として、慢性的な通貨高の悪影響を如何に和らげるかという問題意識を常に抱えている。昨年来続いてきたユーロ高圧力は今年になって和らいでいるが、足許では再び強まっている。バランスシート規模という「量」で見た場合、今や ECB は 9 兆ドルを突破し、2 位の FRB



(7.8 兆ドル) に大きく差をつけ、世界最大の資産規模を抱えている。図示されるように、「量」の緩和度合いから直感的に為替相場を占うのであれば (いわゆるソロスチャートの世界的な世界観を信じるのであれば)、圧倒的なユーロ安が実現されても良いが、現実とはなっていない (理論的にそうなる理由もないから当然ではある)。しかし、金融政策に対する市場の反応は必ずしも対照的ではない。緩和時にユーロ安にならなかったからと言って、それを撤収した時にユーロ高にならない保証はない。元々貿易黒字という真つ当な理由で通貨高になっていた以上、テーパリングの決断などはユーロ買いを助長する可能性もある。

「テーパリングという誤解」に注意

かかる状況は当然、ECB も認識しており、ラガルド総裁も PEPP のテーパリング (会見では phasing out と述べていた) は時期尚早だと明言している。周知の通り、ECB は 3 月会合で PEPP 購入ペースを 3 か月に 1 度見直す方針を示しているため、次回会合 (6 月 10 日) がそのタイミングになる。ラガルド総裁は「正常な購入ペースというものはない (there is no normal pace of purchase)」と述べており、あくまで物価安定の軌道に復するにあたってその時点で最適と考えられるペースを 3 か月に 1 度決めるに過ぎないという趣旨を強調している。これが中央銀行としての模範解答であることには違いない。しかし、そう言われても金融市場は購入ペースの方向感 (増減) や水準感 (金額) に着目して週次データを読み、それが憶測を呼び、債券・為替市場の取引材料となる可能性は高い。

元々、月次の定期購入額を規定しない PEPP のような総枠方式は声明文などを通じてテーパリングなどの方針を発信しなくても良いという手軽さがあったように思うが、この「3 か月に 1 度の見直し」とい

¹ 本欄 2021 年 4 月 21 日号『ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～』をご参照下さい。

う機会を設定したことで、今後はそれがイベント化してくるようになる。なお、会見ではカナダ中銀のテーパリング報道もあって、今後 FRB のテーパリングが ECB のそれを引き起こす可能性を尋ねる記者も現れている。国により事情が違ふのだから、そんなことがあるはずもないことをラガルド総裁は強調しているが、3月に決めたようなごく僅かなペースアップでも対外的に情報発信するのだとすれば、ペースダウンの際にも情報発信はするのだろう。それを市場がテーパリングだと騒ぐ可能性は十分ある。

現状の政策理事会の中には購入ペースを抑制し、総枠全てを使い切る必要はないと考えるメンバーも存在するため、6月の状況次第ではペースダウンの示唆がテーパリングと曲解されユーロが買われるという展開は無いとは言えない。4月、ラガルド総裁は突然金融市場を挑発するという行動に出て注目を集めたが²、それに限らず同総裁はややコミュニケーションの不味さが指摘されることがある。政策運営の切り替えという最も機微が問われる局面でその不味さが悪い方に出ないことを祈りたい。

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 本欄 2021 年 4 月 23 日号『ラガルド ECB 総裁、「挑発」の真意はどこに?』をご参照下さい。

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4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクテン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクテン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクテン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
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、ワクテン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連られたユーロ圏金利～ECBI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論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」「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「収穫運減」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	ワクテ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&アフタート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～)