

みずほマーケット・トピック(2021 年 6 月 11 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～PEPP のその先を考える～	

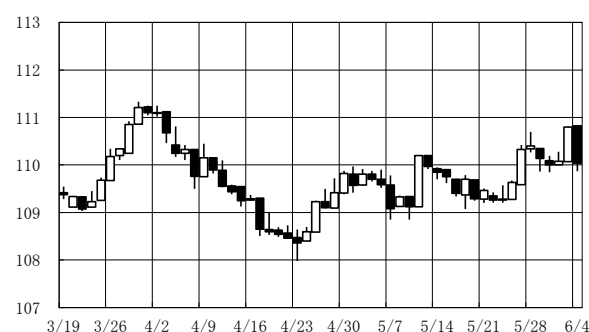
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に高値をつける展開となった。週初7日、109.60 円付近でオープンしたドル/円は、先週末の米 5 月雇用統計の結果を受けて、ドル売り地合いが継続。海外時間には、一時週安値の 109.19 円までじりじりと値を下げ、終日上値の重い推移となった。8 日のドル/円は、仲値にかけて実需のドル買いが散見され、109 円台半ばまで小幅に上昇。その後は、世界各地でのウェブサイト障害報道や FRB の早期金融緩和縮小観測が後退し、一時週安値付近まで下落した。9 日、新規材料難の中、ドル/円は 109 円台半ば付近での小幅な値動きとなったが、米 10 年債利回りが約 3 か月ぶりの低水準を付けたことから、109 円台前半まで下落。その後は、翌日に ECB 政策理事会や米 5 月 CPI の発表を控え、ポジション調整によるドル買いが散見され、109 円台半ばまで値を戻した。10 日、ドル/円は米 5 月 CPI の強い結果を受けてドル買いが加速し、一時週高値の 109.80 円まで上昇した。買い一巡後は米金利が低下に転じ、109 円台前半まで反落した。本日のドル/円も、109 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 1.21 台後半を中心に、もみ合いの展開となった。週初 7 日 1.21 台半ば付近でオープンしたユーロ/ドルは、米金利の低下を受けたドル売りに加えて、欧州主要国の株式市場が堅調に推移したことから、ユーロ買いが強まり一時 1.22 台を回復した。8 日、欧州時間に発表された経済指標が強弱まちまちの結果となり、終日を通して 1.21 台後半での方向感の出にくい値動きとなった。9 日、ユーロ/ドルは、米長期金利の 1.5% 割れを受けてのドル売りから一時週高値の 1.2218 まで上昇。その後は、翌日に ECB 政策理事会を控えていることから積極的にユーロを買い戻す動きは続かず、1.21 台後半を推移した。10 日、ラガルド ECB 総裁が ECB 政策理事会後の会見で PEPP (パンデミック緊急購入プログラム) の終了の議論は時期尚早と発言したことを受け、一時週安値の 1.2144 まで下落した。本日のユーロ/ドルは、やや値を持ち直して 1.21 台後半での取引となっている。

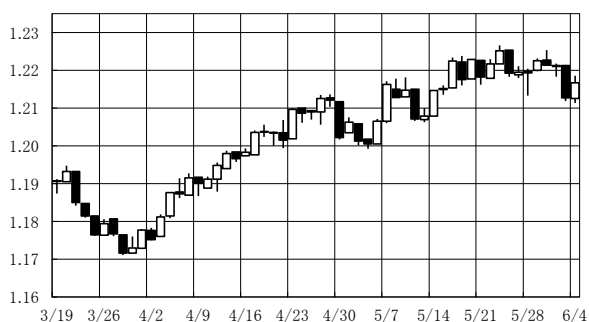
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		6/4(Fri)	6/7(Mon)	6/8(Tue)	6/9(Wed)	6/10(Thu)	
ドル/円	東京9:00	110.29	109.62	109.27	109.48	109.62	
	High	110.32	109.63	109.56	109.66	109.80	
	Low	109.37	109.19	109.20	109.23	109.31	
	NY 17:00	109.54	109.26	109.49	109.63	109.33	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.2126	1.2167	1.2191	1.2172	1.2177	
	High	1.2186	1.2202	1.2194	1.2218	1.2194	
	Low	1.2104	1.2145	1.2165	1.2172	1.2144	
	NY 17:00	1.2167	1.2190	1.2173	1.2179	1.2176	
ユーロ/円	東京9:00	133.74	133.10	133.18	133.29	133.53	
	High	133.74	133.37	133.42	133.62	133.74	
	Low	133.15	132.90	133.15	133.23	133.05	
	NY 17:00	133.26	133.19	133.29	133.54	133.12	
日経平均株価		28,941.52	29,019.24	28,963.56	28,860.80	28,958.56	
TOPIX		1,959.19	1,960.85	1,962.65	1,957.14	1,956.73	
NYダウ工業株30種平均		34,756.39	34,630.24	34,599.82	34,447.14	34,466.24	
NASDAQ		13,814.49	13,881.72	13,924.91	13,911.75	14,020.33	
日本10年債		0.08%	0.08%	0.07%	0.06%	0.05%	
米国10年債		1.56%	1.57%	1.54%	1.49%	1.44%	
原油価格(WTI)		69.62	69.23	70.05	69.96	70.29	
金(NY)		1,892.00	1,898.80	1,894.40	1,895.50	1,896.40	

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、15(火)～16日(水)にFOMCの開催を控える。前回の4月会合では市場の予想通り、ゼロ金利と量的緩和政策の維持を全会一致で決定した。また、景気の現状判断と物価動向が上方修正された。パウエルFRB議長は会合後、景気の回復の動きが見られたことを踏まえ、ワクチン接種の拡大が継続すれば、今年後半に通常の経済に戻る可能性があるとした。しかし、回復状況は一様ではなく、完全ではないと述べた上で、足許のインフレの勢いは一過性のものとし、労働市場にはまだ大幅な緩みがある中で、量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に関しては依然尚早であるとの見解を示した。とは言え、その後公表されたFOMC議事要旨では、「次の一手」をテーパリングとして視野に捉え、その時期を探ることで意見集約が始まった様子も窺えた。今回会合においてもテーパリングの実施時期に関する議論が話題になりそうであるが、4月、5月雇用統計の結果が軟調となった中、早期実施の観測が後退しつつある。一方、今回会合にて経済見通し(SEP)と政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)が更新されるが、今週発表された5月CPIが強い内容となったことなども踏まえ、経済見通しの改善とともにドットチャートの仕上がりが見え加え、タカ派色を強める展開には注意が必要なものと思われる。
- 本邦では、17日(木)～18日(金)に、日銀金融政策決定会合が開催予定。前回4月会合では現行の長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)付き量的・質的金融緩和政策の継続を賛成多数で決定した。資産購入に関しては、長期国債以外の資産買い入れ規模が据え置かれた。会合後、黒田日銀総裁は会見で、世界経済の回復に伴い輸出は増加を続け、設備投資が持ち直す動きが見られる一方、当面は変異株を含めた感染症の動向やその経済活動への影響に注意が必要であり、景気の下振れリスクが大きいと総括した。また、4月会合時に公表された「経済・物価情勢の展望(展望リポート)」において、23年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)の予測中央値が前年比+1.0%と、目標としていた2%に到達しないとの見通しが示された。これを踏まえ今後も、2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、長短金利操作付き量的・質的金融緩和とマネタリーベースの拡大を継続する方針を示した。こうした点から市場では今回会合について、コロナ禍で景気の先行き不透明感が払拭できない中、金融政策は良くて現状維持といった見方が強まっている。

	本 邦	海 外
6月11日(金)	――	・米6月ミシガン大学消費者マインド(速報)
14日(月)	・4月鉱工業生産(確報) ・4月設備稼働率	・ユーロ圏4月鉱工業生産 ・NATO首脳会議
15日(火)	・4月第3次産業活動指数	・米6月NY連銀製造業景気指数 ・米5月PPI ・ユーロ圏4月貿易収支 ・米FOMC(16日まで)
16日(水)	・5月貿易収支	・米パウエルFRB議長会見 ・米5月住宅着工件数 ・米5月輸出/輸入物価指数
17日(木)	・日銀金融政策決定会合(18日まで)	・米6月フィラデルフィア連銀景況指数 ・ユーロ圏5月HICP(確報)
18日(金)	・5月全国CPI ・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏4月経常収支

【当面の主要行事日程(2021年6月～)】

FOMC(6月15～16日、7月27～28日、9月21～22日)

日銀金融政策決定会合(6月17～18日、7月15～16日、9月21～22日)

ECB政策理事会(7月22日、9月9日、10月28日)

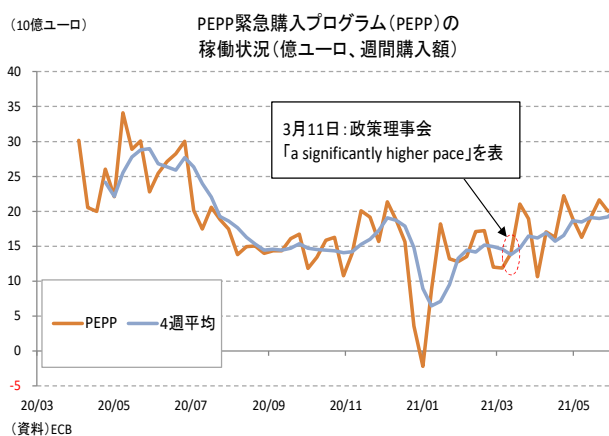
3. ECB 政策理事会を終えて～PEPP のその先を考える～

直前まで加速していた PEPP

昨日の ECB 政策理事会は現状維持を決定した。

3 月、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の購入ペースに関して「significantly higher pace」とした方針を見直すタイミング (四半期に一度) だったものの、引き続きこの文言は残されている。これは事前の ECB 高官発言からも想定できたものであり、驚きはない。例えば 5 月 26 日、パネッタ ECB 理事は日本経済新聞のインタビューに対して、6 月会合における債券購入縮小について「正当化できない」と断じていた。ラガルド ECB 総裁も議論することに時期尚早と述べ

ていた経緯もあり、ECB 役員会では「significantly higher pace」の維持で意見集約されていたのだろう。また、直近の実績を見ても足許では減速どころから加速していた (図)。6 月に入ってから購入ペースは週平均 200 億ユーロに到達しており、これは 1 年ぶりの大きさとなる。モメンタムが上向きになっているところ、急ブレーキをかけるという政策運営は元より考えにくかった。



成長率修正と購入ペース維持の齟齬をどう理解するか

直近の挙動に照らして購入ペース維持が妥当ということに違和感はないものの、問題はその決定に関するロジック付けである。今回改定された ECB スタッフ見通しによれば、実質 GDP 成長率見通しに関し、2021 年は+4.0%から+4.6%へ、2022 年は+4.1%から+4.7%へ、大幅に上方修正されている。これと平仄が合うように消費者物価上昇率 (HICP) も 2021 年は+1.5%から+1.9%へ、2022 年は+1.2%から+1.5%へ、やはりまとまった幅で引き上げられている。スタッフ見通しでは金融緩和のほか、財政政策や復興基金 (正式名称「次世代の EU」、the Next Generation EU、NGEU) が実体経済を支え、ワクチン接種率の加速が迅速な制限解除並びに不透明感の後退をもたらすことを勘案している。

しかし、そうだとすると PEPP の「significantly higher pace」を維持したことと齟齬は残る。ラガルド総裁は雇用市場や消費行動、そして世界的な問題になっているサプライチェーンが被る後遺症 (scarring effect) の可能性を懸念していると口にしてはいる。とりわけ労働市場に関しては現行の失業率 (8%) に潜在的な失業者も加えれば 15%程度の失業率であるとの見方を示しており、賃金ひいては物価の騰勢は抑制されとの見通しを示している。購入ペース維持はあくまで安全第一という基本姿勢の表れと理解される。とはいえ、同文言を挿入した 3 月は感染再拡大が懸念され、大陸欧州の各所でロックダウン措置が取られていた。当時と比較した実体経済の改善は鮮明であり、ドイツではそのような変化が地方選挙の結果にも影響した様子がある (一昨日の本欄を参照)。総合的に考えると、当時下した判断を残すことに違和感はある。ラガルド総裁は債券購入ペースに関しては見解の相違が散見され、全会一致ではなかったことを認めており、ドイツを筆頭に今回の決定に疑義を抱くメンバーは複数いたのではない

か。 もっとも、「今後 3 か月は季節的要因を含めた市場の状況に応じ、PEPP の備える柔軟性を活かしてい

く」とラガルド総裁は気になるコメントも残している。あくまで「significantly higher pace」は「年初の月（during the first months of the year）」、すなわち今年1月時点と比較した場合の話であることを思えば、足許の週平均200億ユーロは1～2月のほぼ倍ペースゆえ、実は足許対比では減速の余地がある。むしろ目先に予想されるユーロ圏経済の改善を前提にすればその可能性は高いだろう。なお、季節的要因とは毎年夏季休暇の際に買い入れを減らすことを指しており、これ自体は通常の動きだが、その分、9月を厚めに購入するということまでがセットである。注目点は9月の購入ペースになろう。

今後の政策運営の予想～PEPPの先にあるAPP活用～

PEPPの公式期限は2022年3月である。この処遇に関する議論はまだ行われなかったようだが、年後半となってくれば間違いなく焦点になるだろう。真っ当に考えれば、現時点で段階的縮小（テーパリング）の話すらできていない以上、あと9か月でこれほど大規模なQEを完全に打ち切るのは難しいはずである。少なくともFRBのテーパリングが最速9月に始まったとしても、前回テーパリング（2013年12月～2014年10月）を例に取れば10か月間はかかっているので、2022年3月時点ではFRBはまだテーパリングの最中という可能性が高い。集団免疫の獲得時期で後れを取るユーロ圏の状況を踏まえれば、ECBの方が先に量的緩和を打ち切れるとは思えない。

もっとも、PEPPという枠組みとして資産購入を継続するかは議論の余地もある。ECBは定例プログラムとして拡大資産購入プログラム（APP）を有しており、現在でも月間200億ユーロを購入している。PEPPはその名の通り、「パンデミック」に対応する「緊急」プログラムであるため、あらゆる細かな仕様（制約、例えば発行残高や格付けなどに関するルール）が免除され、奔放な買い入れができるようになっている。果たして2022年以降にもそのような措置が必要かという議論はあって然るべきだろう。そこでPEPPは廃止した上でAPPに購入額を振り分けるというステップは考えられる。購入対象資産の適格性を検討した上で月間購入額を決めて継続することで出口戦略への一歩というアピールになるはずである。また、年後半には発表が見込まれるECBの新たな金融政策戦略と共にPEPPを葬り去るという動きも時宜にかなった意思決定になるのではないかと。

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6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高官認に変動～
2021年6月4日	米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンのか～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与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チ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	週末版(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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
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	週末版(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チン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
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政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆～
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～
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～