

みずほマーケット・トピック(2021 年 7 月 9 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、18 年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～

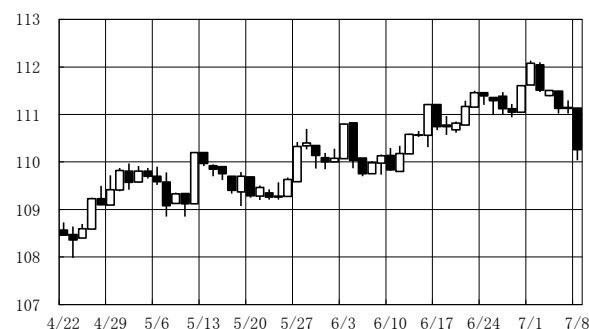
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、週後半にかけて下落した。週初 5 日、110 円台前半でオープンしたドル/円は、先週末の米 6 月雇用統計発表後のドル売りが一服したが、海外時間で発表された欧州経済指標が軒並み市場予想を上回ったことから、ユーロ買い・ドル売りが優勢となり、110 円台後半まで値を下げた。6 日、ドル/円は新規材料難の中、110 円台後半で小幅に推移していたが、海外時間で米金利の低下に加え、米 6 月 ISM 非製造業景気指数が市場予想を下回ったことを背景に 110 円台半ばまで下落、そのまま上値重く推移した。7 日、ドル/円は前日の流れが継続し、110 円台半ば付近で軟調に推移。海外時間に入り、米長期金利の堅調推移や FOMC 議事要旨の公表を控えたポジション調整を背景に 110 円台後半まで反発。FOMC 議事要旨では、景気の上向きが報告されたものの、早期の金融緩和縮小姿勢が示されなかったことからドルが売られ、一時 110 円台半ばまで下落した。8 日はリスク回避の動きに軟調地合いが続き、一時週安値の 109.54 円まで値を切り崩した。本日のドル/円は、109 円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は、週半ばに下落した。週初 5 日、1.18 台半ばでオープンしたユーロ/ドルは、米国休場の中、特段目立った材料もなく、終日を通し 1.18 台後半で方向感なく推移した。6 日、ユーロ/ドルは前日発表の経済指標の結果が好感され、一時週高値の 1.1895 までじりじりと値を切り上げたが、独 7 月 ZEW 景況感期待指数が予想を下回ったことやユーロ/円が下落する動きに 1.18 ちょうど付近まで連れ安となり、その後は、1.18 台前半での揉み合いとなった。7 日のユーロ/ドルも前日に続き方向感のない値動きとなったが、その後、ドルが急速に買い戻される動きに一時週安値の 1.1782 まで下落。その後は FOMC 議事要旨の内容を受けたドル売りに 1.18 台を回復したが、その後は上値の重い推移となった。8 日、海外市場で 1.17 台後半まで下落していたユーロ/ドルは、ドル売りが強まったことから上昇する展開となり、1.18 台半ばまで値を戻した。本日のユーロ/ドルは、1.18 台半ば付近での取引となっている。

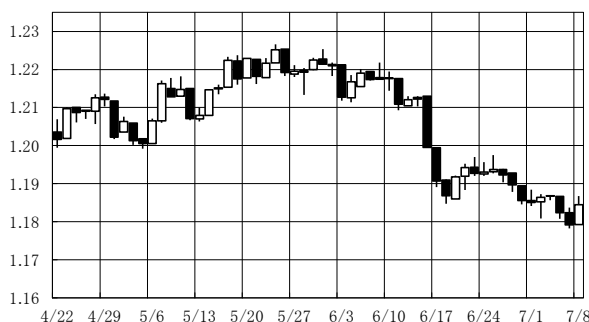
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		7/2(Fri)	7/5(Mon)	7/6(Tue)	7/7(Wed)	7/8(Thu)
ドル/円	東京9:00	111.58	111.14	110.92	110.60	110.63
	High	111.66	111.19	110.99	110.81	110.65
	Low	110.98	110.80	110.52	110.40	109.54
	NY 17:00	111.01	111.01	110.63	110.63	109.76
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1847	1.1855	1.1862	1.1821	1.1792
	High	1.1874	1.1880	1.1895	1.1838	1.1868
	Low	1.1807	1.1852	1.1806	1.1782	1.1784
	NY 17:00	1.1864	1.1867	1.1823	1.1792	1.1845
ユーロ/円	東京9:00	132.17	131.78	131.54	130.68	130.44
	High	132.23	131.85	131.85	131.02	130.52
	Low	131.70	131.58	130.62	130.43.00	129.63
	NY 17:00	131.75	131.67	130.82	130.45	130.03
日経平均株価		28,783.28	28,598.19	28,643.21	28,366.95	28,118.03
TOPIX		1,956.31	1,948.99	1,954.50	1,937.68	1,920.32
NYダウ工業株30種平均		34,786.35	-	34,577.37	34,681.79	34,421.93
NASDAQ		14,639.33	-	14,663.64	14,665.06	14,559.79
日本10年債		0.04%	0.03%	0.04%	0.03%	0.02%
米国10年債		1.43%	-	1.35%	1.32%	1.29%
原油価格(WTI)		75.16	-	73.37	72.20	72.94
金(NY)		1,783.30	-	1,794.20	1,802.10	1,800.20

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、14日(水)にベージュブック(地区連銀経済報告)が公表される。前回6月発表分の総括では景気は「一段と上向いた」とされた。雇用や賃金動向については、「控えめなペースで拡大している」と総括された。労働需要は多くの業種で増加の傾向にあり、低賃金の時間給労働者、トラック運転手、熟練小売業者をはじめ労働需要の高まりに伴って新規雇用が困難となっている職種があることも報告された。こうした中、賃金の伸びは緩やかながら、魅力的な雇用や雇用維持のためボーナス支給や初任給引き上げを申し出ている企業が増えている。物価状況に関しては、4月発表時と比較して「物価上昇圧力が高まった」とした。先述の労働賃金の上昇のほか、半導体不足によって製造業の仕入コストはより強く上昇している。ワクチン接種の進捗によって景気は着実に上向いているものの、今回の報告においても生産・仕入コストは今後も全般的に上昇が続くことが確認され、これらの点が経済成長の妨げとなる可能性が考えられる。13日(火)には6月CPIの発表を予定しており、この内容も併せて注目したい。
- 本邦では、15日(木)～16日(金)に、日銀金融政策決定会合が開催予定。前回6月会合では長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)と上限額を決めた上場投資信託(ETF)の購入継続を維持することが賛成多数で決定された。そのほか、21年9月末を期限とした新型コロナウイルス対応の資金繰り支援策を22年3月末まで半年間延長することを決定。会合後、黒田日銀総裁は会見で、この決定について不況業種が速やかに事業再開し、悪循環を防ぐ必要があると説明した。また、本会合において、気候変動対応に係る金融機関の投融资を後押しする新たな資金供給策の検討を明らかにした。欧米の潮流に乗ったテーマではあるものの、今回の決定の背後には今後先述の新型コロナオペの後継スキームが必要となる中で、金融機関収益を案じた代替策とする意図があるとみられる。
また、今回会合では「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」が更新予定。前回4月時点での景気は国内の感染拡大の影響で引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直しているとした一方、緊急事態宣言の長期化によって個人消費については足踏み状態が続くと、強弱まちまちの内容となっていた。先行きについては海外の景気回復を背景に外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて回復していくとの見方を維持したものの、来週には緊急事態宣言が再発令されることとなり、経済成長見通しにも影響が出る可能性がある点には留意したい。

	本 邦	海 外
7月9日(金)	――	・米5月卸売在庫(確報) ・G20 財務相・中央銀行総裁会議
12日(月)	・緊急事態宣言再発令	・ユーロ圏財務相会合
13日(火)	――	・米6月CPI ・米6月財政収支
14日(水)	・5月鉱工業生産(確報)	・米ベージュブック公表 ・ユーロ圏5月鉱工業生産
15日(木)	・5月第3次産業活動指数	・米7月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・米7月フィラデルフィア連銀景気指数 ・米6月鉱工業生産 ・米6月輸出/輸入物価指数 ・米独首脳会談
16日(金)	・日銀金融政策決定会合	・米6月小売売上高 ・米7月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・ユーロ圏5月貿易収支 ・ユーロ圏6月HICP(確報)

【当面の主要行事日程(2021年7月～)】

日銀金融政策決定会合(7月15～16日、9月21～22日、10月27～28日)
 ECB政策理事会(7月22日、9月9日、10月28日)
 FOMC(7月27～28日、9月21～22日、11月2～3日)
 米ジャクソンホール経済シンポジウム(8月26～28日)

3. ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～

18年ぶりの新戦略発表

昨日、ECBは1年半にわたる戦略見直し（strategy review）の結果を公表した。2020年1月に正式スタートが表明された見直しは2020年中に完了する予定であったが、パンデミック対応もあり半年間後ずれした格好である。なお、従前の金融政策戦略は2003年に見直されているので、実に18年ぶりの修正ということになる。見所はいくつかあるが、やはりヘッドラインとして取り上げられている物価目標の定義変更が重要である。今後、ECBの「次の一手」を睨む上でもこうした物価目標に係る戦略変更が陰に陽に影響してくるはずなので、本日の本欄ではここに焦点を当てて議論してみたい。

糊代論を肯定した ECB

物価安定の適切な尺度としては、引き続きユーロ圏消費者物価指数（HICP）が挙げられているが、今後はこれまで除外されていた帰属家賃も勘案することになった。欧米の帰属家賃（例えば持ち家に対して家賃を支払っていると仮定した場合の家賃等）は日本のそれに比べて上振れしやすいという見方もあり、この修正で物価目標達成がやや容易になったという可能性もある。

その上で市場が注目する物価目標の定義修正に目を移すと、まず「物価の上振れ余地を確保することで政策金利が実効下限に近い状態でも政策対応に余裕を与えることができる」と今回の修正にあたっての理由が示されている。これは一般論としてはその通りで、緩和手段のカードが残り少ない状態であるほど、物価は高い方が望ましい（物価が低いと何らかの手段を打たねばならなくなる）。しかし、これはいわゆる「将来利下げするために、現在利上げすべき」といったような「糊代論」の肯定でもあり、公式に掲げてしまうのはやや危うさがある。そもそも、市井の人々にとって「ECBの政策対応に余裕が生まれる」という理由が物価上振れを許容する理由になるのかという疑問もある。今回の戦略見直しはパブリックヒアリングも経ているのだが、本当にそれが活かされているのかという印象も抱かれた。

「物価目標を引き上げ」の意味

各種メディアのヘッドラインは今回の戦略見直しに関し、こぞって「物価目標引き上げ」といった報じ方をしている。この意味は一瞥して分かりにくいので解説が必要だろう。端的には対称性（symmetry）の論点が導入されることが重要である。周知の通り、元々ECBの物価目標の定義は「中期的に2%未満であるがその近辺（below, but close to, 2% over the medium term）」とされ、このフレーズは市場参加者の中では比較的有名なものとして知られてきた。「2%未満であるがその近辺」とは暗に「2%には届かない方が良い」という思いも含んでおり、この背景にはあくまで「物価は上昇するもの」という警戒感が隠れている。だが、今や先進国を中心として「物価はなかなか上昇しないもの」という問題意識に切り替わりつつある。「2%未満であるがその近辺」という表現が時代に即しているとは言い難い。

そこで物価目標はあくまで対称的（symmetric）であるという修正が今回は施されている。要は「2%は目指すべき天井ではない」という話で、「2.5%も1.5%も目標とする2%から乖離しているという意味では（0.5%ポイント乖離しているという意味で）等しくリスクである」という考え方である。この点は上下双方向の乖離について「等しく望ましくない（equally undesirable）」と公表文にも明記されている。こうなると2.0%を超えたからと言って直ぐに引き締めの対応を取るという話にはなりにくい。公表文では「This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target」との一

文が挿入され、わざわざ上振れするケースにも明記がある。従前の定義は「2%には届かない方が良い」という含意だったので、この点を捉えて各メディアのヘッドラインは「物価上振れ容認」とか「物価目標を引き上げ」といった表現になっているのである。

もっとも、ドラギ元 ECB 総裁が 2019 年 6 月の ECB 年次総会で「物価目標の対称性を明確化すること (clarifying the symmetry of our aim)」に言及しており、同年 7 月の政策理事会声明文から symmetry が登場し、継続的に使用されている。ラガルド ECB 総裁も元より symmetry を声明文に配置してきたを認めている。それゆえ、今回の戦略見直しは現状追認であるという印象は強い。この点、質疑応答時に「この戦略見直しで金融政策運営の何が変わるのでしょうか。対称性の議論は既に織り込まれており、その意味で今回は追認しただけという理解で良いのでしょうか」とずばり質している記者が現れている。これに対し、ラガルド ECB 総裁は「たいしたことないという話でしょうか。残念ながら、私はそう思いません。これは大変な変化です (I think it is quite a lot)」と重要性を説いている。確かに、上下双方向の乖離を同等にリスク視する (undesirable と見る) と明記したことでその意図はクリアになった。しかし、実際のところ、それで政策運営が劇的に変わるということもないだろう。

バブルの生成・崩壊を注視か

ところで、大々的に報じられていないポイントとして分析手法が修正されたことも目を引く。これまで ECB は経済分析と金融分析による「2 本柱アプローチ (two pillar approach)」を軸に政策決定を行ってきた。政策理事会後の声明文も経済分析 (economic analysis) と金融分析 (monetary analysis) に関するパラグラフはわざわざ太文字で分かるようになっている。今回の戦略修正では、これら分析に financial analysis が加わるとしている。日本語訳が難しいが、monetary analysis は元々マネーサプライなどを注視していたので今後は貨幣分析と訳し、新しく加わった financial analysis が金融分析ということになるだろうか。厳密には①経済分析 (economic analysis) と②貨幣・金融分析 (monetary and financial analysis) の 2 本柱ということなる。では金融分析とは何か。具体的には「medium-term price stability from financial imbalances and monetary factors」とあるので、金融不均衡 (financial imbalance)、すなわち資産バブルの生成・崩壊などが物価安定に及ぼす影響を注視するということだろう。もちろん、これまでも monetary analysis の中でこれは注視されていたが、今回は明文化された。この辺りは如何にもドイツを筆頭とするタカ派メンバーが主張しそうな論点であり、資産市場への警戒が格上げされたという点で、昨今の金融市場の雰囲気を思えば、タカ派的な修正と言える。

「tolerate」と「target」の違い

なお、質疑応答では「一時的に物価上昇を容認 (tolerate) するというのが、どれくらいのオーバーシュートをどれくらいの時間軸で容認するのか」と質す記者が出ている。これに対しラガルド総裁は「物価目標はあくまで中期的であり、金融政策の発動から物価に影響が及ぶまでのラグや不透明性を踏まえれば、短期的な物価の上下動に対応するのではなく、あくまで中期的な安定を念頭に政策運営を行う」という公表文を要約したような回答を繰り返すだけで言質を与えていない。別の記者は「容認する (tolerating) と目指す (targeting) は全然違うものです。ECB はより高い物価上昇率を目指すのではなく容認すること、2%からのオーバーシュートが目標ではないということでしょうか」という質問も出ている。これもラガルド総裁は上述の趣旨を繰り返すだけで、有益な情報は見られなかった。

率直に言って、今回の物価目標の修正は、厳密に理解しようとするれば、かなり分かり難さを孕む。質疑応答で似たような質問が相次ぐのは、一見してその意図が伝わっていない証左である。普段、ECBを精査している記者達でもそう感じるのだから、金融市場全般にとっては推して知るべしである。上述の一連の質疑を経ても、さらに別の記者から「申し訳ないのですが、未だに物価目標のオーバーシュートが目標なのかどうか分かりません。ECBは中期的に物価目標をオーバーシュートさせることにコミットしているのでしょうか。それとも低インフレに対するECBの政策対応の1つの結果としてオーバーシュートするに過ぎないということでしょうか。そこをクリアにすることが大事です」という質問が出ている。ラガルド総裁が類似の回答を繰り返すために、似たような問答が繰り返され、質問自体が徒勞に見えた。

しかし、総じて言えば、今回の修正はハト派的と言って間違いない。旧来の物価安定の定義「2%未満であるがその近辺」ではオーバーシュートの余地が皆無だったのだから、容認（tolerating）しているのであろうと、目指している（targeting）であろうと、ECBがより物価上昇に寛容な中央銀行に生まれ変わったという事実は残る。漠然とした話しぶりが目立ったラガルド総裁だが、会見中に「from below, but close to, 2% to 2%」と言及しており「これは非常にシンプルで確固たるものだ」と述べている。市場参加者としてはその点を押さえておけば良いだろう。そのほか気候変動にかかる論点については別途機会を設けて議論したいと思う。

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7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は?
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(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力～)
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実
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」をこなしたドル/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態～
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?～)